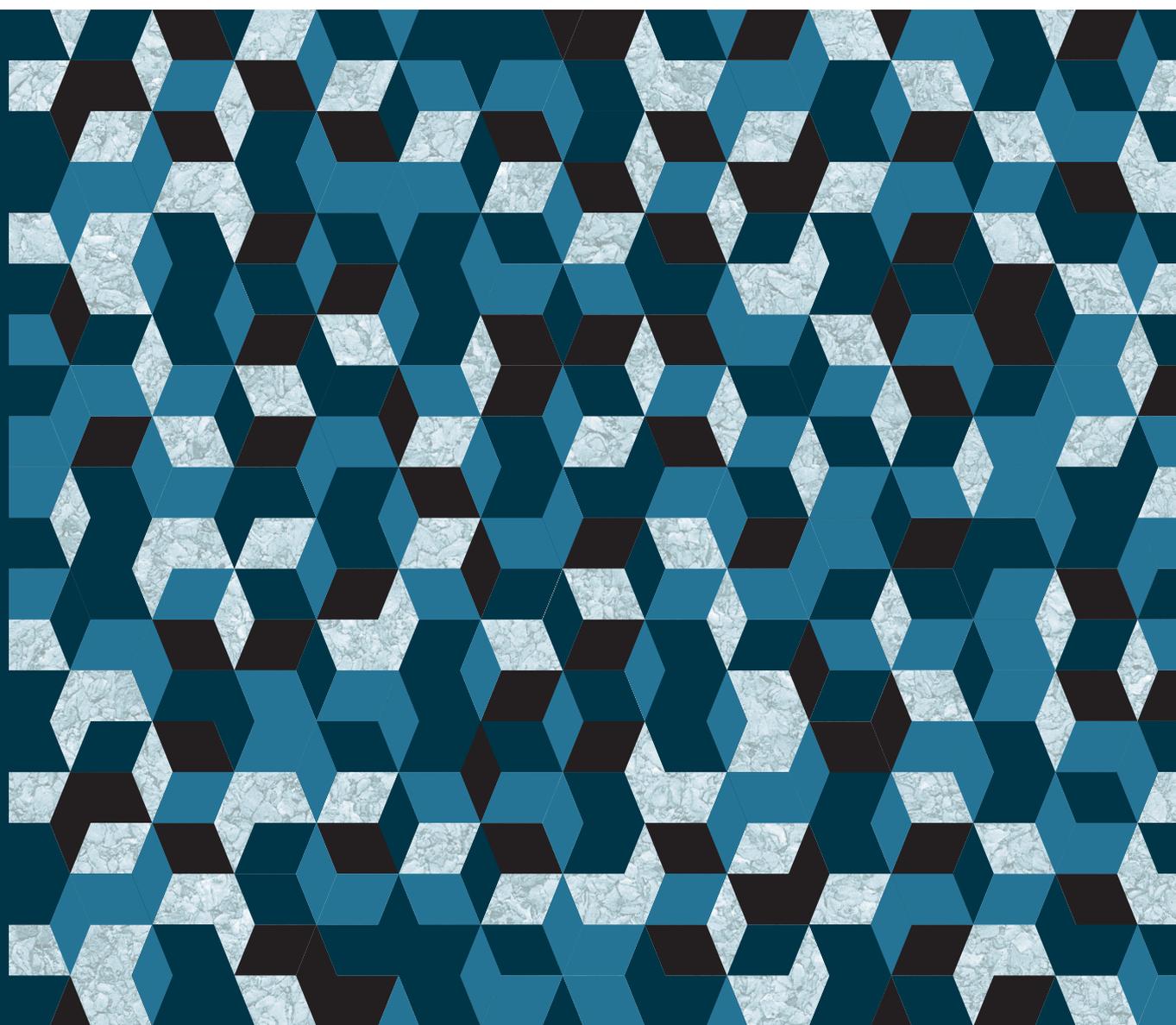




BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Maio 2017



Boletim Económico

Maio 2017

Versão atualizada a 8 de junho de 2017.



Lisboa, 2017 • www.bportugal.pt

Índice

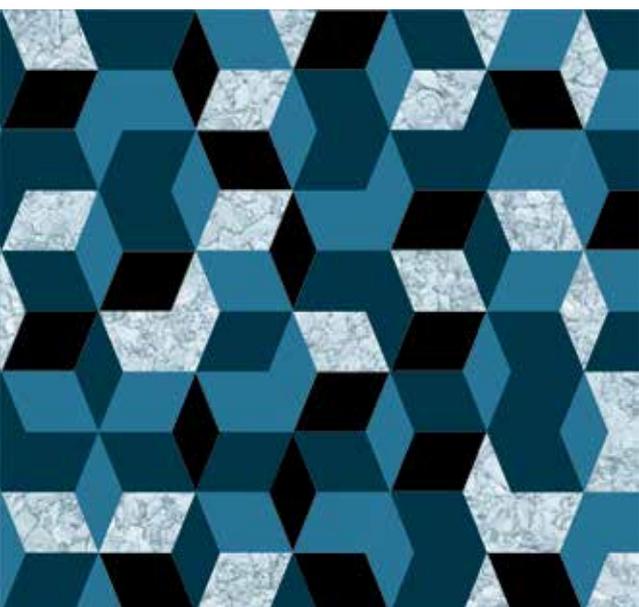
I A economia portuguesa em 2016

- 1. Apresentação | 7
 - Caixa 1 | Uma avaliação das projeções para 2016 | 10
- 2. Enquadramento internacional | 13
- 3. Condições monetárias e financeiras | 21
 - 3.1. Área do euro | 21
 - Caixa 3.1.1 | Efeito do programa de compra definitiva de obrigações de empresas | 24
 - Caixa 3.1.2 | Dispersão das taxas de juro no mercado monetário da área do euro | 27
 - 3.2. Portugal | 30
 - Caixa 3.2.1 | A dinâmica de mercado e a desalavancagem das empresas portuguesas | 40
- 4. Política e situação orçamental | 44
 - Caixa 4.1 | Evolução estrutural da receita fiscal em 2016 | 52
 - Caixa 4.2 | Análise dos desvios na execução orçamental de 2016 | 54
- 5. Oferta | 56
 - Caixa 5.1 | Capital por trabalhador e produtividade | 61
- 6. Procura | 64
 - Caixa 6.1 | Evolução dos valores unitários das exportações portuguesas de bens | 73
- 7. Preços | 77
- 8. Balança de Pagamentos | 83
 - Caixa 8.1 | Fluxos de investimento direto dirigidos à economia portuguesa | 90

II Tema em destaque

- Mecanismos distributivos da política monetária na economia portuguesa | 97





I A economia portuguesa em 2016

1. Apresentação
2. Enquadramento internacional
3. Condições monetárias e financeiras
4. Política e situação orçamental
5. Oferta
6. Procura
7. Preços
8. Balança de pagamentos

1. Apresentação

Em 2016 a economia portuguesa registou um crescimento do produto de 1,4 por cento, face a um valor de 1,6 por cento no ano anterior. Embora moderada, esta evolução do PIB apresentou um marcado perfil intra-anual, com uma forte aceleração no segundo semestre do ano, sinalizando que o processo de recuperação da economia tenderá a prosseguir. O crescimento do produto português em 2016 situou-se 0,3 pontos percentuais abaixo do observado na área do euro e o seu nível mantém-se ainda 4 por cento abaixo do registado em 2008, ano em que se iniciou a última crise económica e financeira internacional.

Em termos dos equilíbrios macroeconómicos fundamentais, observou-se um ligeiro aumento do excedente da balança corrente e de capital (em 0,5 p.p.) e uma significativa redução do défice total das administrações públicas (em 2,3 p.p.), num cenário de estabilização do saldo estrutural e de redução do saldo primário estrutural (em 0,3 p.p.). A melhoria destes saldos é condição indispensável para assegurar a estabilidade macroeconómica e a credibilidade da economia portuguesa junto dos investidores internacionais, devendo por isso constituir um elemento orientador das decisões de política económica adotadas a nível nacional. Com efeito, os elevados níveis de endividamento prevalentes nos diversos setores institucionais tornam a economia portuguesa particularmente vulnerável a quaisquer desenvolvimentos que impliquem subidas nas taxas de juro às quais se processa o financiamento externo.

Em 2016 prosseguiu o processo de desalavancagem da economia portuguesa, traduzido numa redução dos rácios de endividamento das famílias e das empresas, que permanecem contudo ainda em níveis muito elevados. No que diz respeito ao rácio da dívida pública, observou-se uma quase estabilização em termos líquidos e, para o total da economia, registou-se uma redução do endividamento externo. Neste contexto, verificou-se uma melhoria da posição de investimento internacional equivalente a 7 pontos percentuais (p.p.) do PIB, a qual se situa contudo num nível negativo de 105 por cento do produto.

No caso das sociedades não financeiras, o contributo para a redução da dívida decorrente de situações de saída de empresas do mercado tem-se revelado importante, especialmente para as de pequena dimensão e para as que desenvolvem a atividade no setor da construção (Caixa 3.2.1. "A dinâmica de mercado e a desalavancagem das empresas portuguesas"). Embora a saída de empresas do mercado faça parte do processo natural de reestruturação e refetação dos fatores produtivos na economia, a potencial não recuperação das suas dívidas coloca dificuldades às instituições de crédito, designadamente em termos de rentabilidade e de impacto nos fundos próprios.

A continuação do processo de redução dos níveis de endividamento da economia portuguesa requer a criação de condições favoráveis ao crescimento económico, num quadro de coesão social e melhoria sustentada das condições de vida dos cidadãos. Uma das variáveis fundamentais para o crescimento da economia portuguesa é o investimento. Em 2016 esta variável registou uma queda em volume de 0,8 por cento, após um crescimento de 4,7 por cento em 2015, embora com um perfil de recuperação intra-anual e com uma aceleração na componente empresarial. No entanto, a evolução do investimento afigura-se insuficiente, não só porque a queda durante o período da crise foi muito acentuada, mas também porque o capital por trabalhador na economia portuguesa se mantém em níveis baixos quando comparado com a média da área do euro (Caixa 5.1 "Capital por trabalhador e produtividade"). Os reduzidos níveis de capital concorrem para o fraco desempenho da produtividade do trabalho na economia portuguesa, que voltou a diminuir em 2016.

Em 2016 continuou a observar-se uma diminuição da população residente e da população ativa. Estas reduções mantêm a tendência observada desde 2011, ainda que de forma ligeiramente menos pronunciada do que nos anos anteriores. No grupo etário entre 25 e 34 anos, a população residente diminuiu 2,5 por cento em 2016, enquanto a população ativa registou uma queda

de 2,7 por cento. As marcadas tendências demográficas existentes na economia portuguesa não são fáceis de reverter e são agravadas pelos fenómenos emigratórios. Embora o envelhecimento da população seja evidente em vários países europeus, esta situação constitui um importante travão ao crescimento da economia portuguesa e coloca acrescida pressão sobre a dinâmica da despesa pública com pensões e saúde.

A evolução do mercado de trabalho em 2016 caracterizou-se por um aumento do emprego acima do Valor Acrescentado Bruto, mantendo o perfil de recuperação verificado a partir do segundo trimestre de 2013. Adicionalmente, embora permaneça em níveis muito elevados, observou-se uma redução de 1,3 p. p. da taxa de desemprego, num quadro de dinamismo salarial superior ao registado nos últimos anos. Esta evolução terá contribuído para o ligeiro aumento da taxa de inflação ao longo do ano de 2016, por via do aumento dos custos unitários do trabalho. A taxa de inflação em Portugal medida pela variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor foi de 0,6 por cento em 2016, com um crescimento nulo dos preços na componente de bens e de 1,5 por cento nos serviços.

A queda do investimento contribuiu para um crescimento da procura interna menos robusto do que o observado em 2015. Refira-se ainda que o consumo privado cresceu ligeiramente menos do que no ano anterior, em resultado do menor dinamismo do consumo de bens correntes não alimentares e de bens duradouros. Por seu turno, o consumo público, determinado pela dinâmica das despesas com o pessoal e consumo de bens e serviços nas administrações públicas, registou em 2016 um crescimento ligeiramente inferior ao de 2015.

A evolução do investimento e do consumo ocorreu num quadro de progressiva melhoria das condições de financiamento dos agentes económicos privados, em linha com a manutenção de uma orientação expansionista da política monetária na área do euro. Esta melhoria, visível ao longo de 2016, traduziu-se na diminuição do diferencial entre as taxas de juro praticadas em Portugal e na área do euro, quer para as

empresas, quer para os particulares. Os novos empréstimos a particulares reforçaram a tendência de crescimento verificada no início de 2016, especialmente no segmento do consumo. Não obstante o aumento do novo crédito, registou-se uma continuação do processo de desalavancagem dos particulares.

A taxa de variação anual do crédito total concedido às empresas registou também um valor positivo no final do segundo semestre de 2016. Contudo, é de registar o contributo dominante do crédito obtido junto de entidades não residentes, concentrado quase exclusivamente na emissão de títulos de dívida. Assim, foi possível compensar a nova redução do *stock* de empréstimos bancários concedidos por bancos residentes, o que configura uma via alternativa para o financiamento de projetos de investimento.

O menor dinamismo da atividade económica em 2016 refletiu também a desaceleração das exportações de bens e serviços, num quadro de menor crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa. A desaceleração das exportações de bens e serviços em 2016 traduziu o menor crescimento das exportações dos serviços não ligados ao turismo e, sobretudo, a queda das exportações de bens energéticos. Note-se que, excluindo esta categoria, as exportações de bens registaram um crescimento 1,8 pontos percentuais superior ao de 2015. Por seu turno, as exportações de serviços de turismo mantiveram um elevado dinamismo, em linha com o aumento significativo do número de dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros nacionais.

O desempenho das exportações portuguesas em 2016 traduziu-se num novo ganho de quota de mercado, o que sublinha a capacidade competitiva das empresas portuguesas nos mercados internacionais. A progressiva orientação da economia portuguesa para a produção de bens e serviços transacionáveis no exterior constitui um traço muito positivo do ajustamento da estrutura produtiva, que se iniciou antes da última crise económica e financeira internacional. Apenas através do reforço da capacidade exportadora poderá a economia portuguesa acomodar o crescimento das importações decorrente de

um desejável reforço da taxa de investimento e de aumentos nos níveis de consumo. Um ressurgimento de défices na balança corrente, mesmo que financiados através de investimento estrangeiro, pode ser percecionado como o regresso a um contexto de desequilíbrios, o que tenderá a ter consequências adversas sobre as condições de refinanciamento da dívida existente. A relevância do desempenho das exportações para a evolução da economia portuguesa e a prevalência de elevados níveis de endividamento reforça a importância dos desenvolvimentos observados na economia internacional.

Em 2016 a atividade económica mundial registou uma desaceleração, tendo atingido o crescimento mais baixo após a última crise económica e financeira internacional. Por seu turno, a área do euro registou um crescimento ligeiramente inferior ao de 2015, com um aumento do produto mais assente na procura interna do que no passado. A evolução dos mercados financeiros em 2016 foi condicionada pelo referendo britânico em junho e pela eleição presidencial nos EUA em novembro, tendo-se registado picos de volatilidade e aumento da incerteza na sequência destes dois acontecimentos. No entanto, os índices bolsistas registaram ganhos, sobretudo na segunda metade do ano e no setor bancário. Estes ganhos refletiram, em parte, a forte criação de liquidez através de políticas monetárias não convencionais.

Num contexto de baixo crescimento económico, a existência de elevada volatilidade e de fortes valorizações nos mercados financeiros pode conduzir a perturbações na economia internacional, que tenderão a ser ampliadas nas economias mais endividadas. Adicionalmente, a subida da inflação na área do euro a partir de meados do ano, impulsionada pelos preços da energia, e o aumento do objetivo para a taxa de juro por parte da Reserva Federal, contribuem para manter preocupações com a evolução das taxas de juro às quais se financia a economia portuguesa.

A economia portuguesa tem revelado uma notável capacidade de ajustamento macroeconómico e uma reestruturação setorial assente numa dinâmica de internacionalização das empresas. A continuação deste processo de crescimento

e o aumento do bem-estar dos cidadãos exigem o reforço dos níveis de investimento produtivo das empresas e a disponibilidade de recursos humanos qualificados, num quadro de estabilidade financeira e previsibilidade legislativa e fiscal. Neste contexto, os obstáculos inerentes às baixas taxas de poupança existentes na economia portuguesa e à evolução demográfica desfavorável, bem como as dificuldades conjunturais relacionadas com os elevados níveis de endividamento e a elevada incerteza do quadro internacional, exigem uma abordagem prospetiva e coerente das políticas económicas.

A discussão sobre o aprofundamento da integração europeia, projeto que sempre constituiu um elemento catalisador de reformas na economia portuguesa e que proporcionou ganhos através da intensificação dos fluxos de capitais e das trocas de bens e serviços, deve ser complementar à reflexão interna sobre o reforço das condições de crescimento. O futuro da economia portuguesa depende fortemente das suas ligações ao exterior, quer enquanto destino das exportações e como origem de investimento produtivo, quer no âmbito da continuação do processo de integração financeira. Tal facto acentua a necessidade de aumentar o grau de exigência dos agentes nacionais relativamente à melhoria das condições de competitividade do país. Apenas por essa via será possível retomar a convergência para os níveis de bem-estar médios da União Europeia.

Caixa 1 | Uma avaliação das projeções para 2016

Esta caixa analisa o desvio existente entre a projeção do Banco de Portugal para o PIB em 2016 e os valores efetivamente verificados, tentando identificar os principais fatores explicativos desse erro. A análise apresentada tem como ponto de partida a projeção publicada em março de 2016, exercício que contém pela primeira vez a informação completa para 2015¹.

As projeções para a economia portuguesa acima referidas têm por base o modelo econométrico trimestral do Banco de Portugal (Modelo “M”). Para além deste modelo principal, são tidos em conta modelos satélite, como por exemplo o modelo MIMO para a projeção da inflação, e modelos de estimação da evolução da atividade no curto prazo². As previsões dependem de um conjunto de hipóteses para o enquadramento externo e de regras para a incorporação das variáveis orçamentais. No primeiro caso, tal como habitualmente referido nos artigos de projeção dos Boletins Económicos, as hipóteses correspondem às dos exercícios de projeção do Eurosistema. No caso das variáveis orçamentais é seguida a regra adotada no âmbito destes exercícios, ou seja, são incorporadas as medidas de políticas já aprovadas (ou com elevada probabilidade de aprovação) e que estejam especificadas com detalhe suficiente. Como referido na nota publicada em março de 2016, foi incorporada na projeção a maioria das medidas incluídas no Orçamento do Estado de 2016 por se encontrarem suficientemente detalhadas.

Deve sublinhar-se que os erros de projeção resultam não só do facto de as hipóteses incorporadas no exercício de previsão não se terem materializado, mas também de fatores relacionados com o próprio modelo e com os elementos de julgamento incorporados na projeção.

Comparando a taxa de crescimento anual do PIB real em 2016 divulgada nas Contas Nacionais Trimestrais por Setor Institucional de 24 de março com a projeção publicada pelo Banco de Portugal no início de 2016, conclui-se que o erro de projeção foi de -0,1 p.p., ou seja, o Banco de Portugal projetou um crescimento do PIB de 1,5 por cento e o valor observado foi de 1,4 por cento.

Com base nas elasticidades implícitas no modelo “M” é possível analisar o contributo para os erros de projeção das alterações nas hipóteses de enquadramento, em particular nas condições financeiras, taxas de câmbio e cenário internacional (procura externa, preços do petróleo e preços externos). Neste contexto, o Quadro 1 apresenta as revisões nas hipóteses de enquadramento externo – definidas como a diferença entre o valor observado e o valor subjacente ao exercício de março – e o seu impacto na taxa de crescimento anual do PIB em 2016.

Quadro 1 • Revisão do enquadramento externo e respectivo impacto na taxa de crescimento do PIB, em termos reais, em 2016 | Revisão na taxa de crescimento anual em p.p., exceto taxa de juro, face à projeção de março de 2016

	Revisão do enquadramento externo	Impacto no PIB
Taxas de juro	0,0	0,0
Taxa de câmbio efetiva do euro	-0,3	0,0
Preços dos concorrentes em moeda nacional	-1,0	0,0
Preços do petróleo em euros	18,2	-0,1
Procura externa	-1,9	-0,4
Impacto da alteração do enquadramento externo		-0,5

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Um sinal de “-” na taxa de câmbio efetiva do euro corresponde a uma depreciação superior ou uma apreciação do euro inferior à esperada no exercício de março.

As expectativas no início de 2016 apontavam para um cenário internacional mais favorável do que o que se veio a verificar posteriormente. Em particular, antecipava-se um crescimento médio anual da procura externa dirigida à economia portuguesa de 3,9 por cento, ou seja 1,9 p.p. acima do efetivamente verificado em 2016. Esta forte revisão em baixa da procura externa deveu-se quer aos países intra-área do euro, quer aos restantes (Secção 2: "Enquadramento internacional") e implicaria uma revisão em baixa da taxa de crescimento do PIB projetada para 2016 de 0,4 p.p.. Adicionalmente, a hipótese técnica para a evolução da taxa de câmbio efetiva do euro, que pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação, foi revista ligeiramente em baixa, implicando uma apreciação do euro ligeiramente inferior à esperada em março de 2016. Tal evolução refletiu-se numa ligeira melhoria da competitividade-preço da economia portuguesa face aos principais concorrentes situados fora da área do euro. Acresce ainda a ligeira redução dos preços praticados pelos concorrentes nos mercados externos, com impacto negativo na competitividade-preço das exportações portuguesas. Importa referir que o impacto na projeção do PIB da revisão da taxa de câmbio e dos preços externos é negligenciável.

A deterioração do cenário internacional ao longo de 2016 foi compensada por um comportamento mais favorável do que o antecipado da quota de mercado das exportações em 2016. Os ganhos muito significativos da quota de mercado das exportações portuguesas registaram-se quer na componente de bens quer nos serviços, em particular na segunda metade do ano (Secção 6: "Procura"). Assim, ao contrário do que indicaria a revisão globalmente em baixa das hipóteses de enquadramento internacional, as exportações de bens e serviços foram superiores ao projetado no exercício de março.

No que diz respeito às condições monetárias e financeiras, a hipótese técnica para a taxa de juro Euribor a 3 meses manteve-se praticamente inalterada face ao antecipado em março (Secção 3.1: "Condições monetárias e financeiras na área do euro"). O aumento do preço do petróleo ao longo de 2016 foi superior ao esperado e implicou uma revisão em alta face à hipótese considerada no exercício de março, com impacto negativo de cerca de 0,1 p.p. na taxa de crescimento do PIB. Neste contexto, tendo em conta os multiplicadores implícitos no modelo "M", as revisões no enquadramento externo conduziram a uma significativa revisão em baixa do PIB, de cerca de 0,5 p.p..

O Quadro 2 apresenta os erros de projeção no PIB e nas componentes, bem como os respetivos contributos brutos e líquidos do conteúdo importado. Pela análise das componentes líquidas de importações, conclui-se que o erro de projeção de -0,1 p.p. no PIB se deveu à sobrestimação das variáveis de finanças públicas, em particular ao menor crescimento do consumo público e à queda superior à incorporada no exercício de março do investimento público (Caixa 4.2: "Análise dos desvios na execução orçamental de 2016"). Estes efeitos foram parcialmente compensados pela subestimação das exportações, refletindo essencialmente os já referidos ganhos de quota de mercado não antecipados. Refira-se que apesar da subestimação do consumo privado em 0,3 p.p. em termos brutos, o contributo desta componente deduzido do conteúdo importado para o erro no PIB foi virtualmente nulo, uma vez que o erro na projeção desta variável refletiu, em larga medida, a aquisição de veículos automóveis.

Importa ainda destacar que a taxa de crescimento média anual do PIB e das componentes em 2016 teve implícita uma evolução distinta entre o primeiro e segundo semestres do ano. O primeiro semestre do ano foi caracterizado por um baixo crescimento, com taxas de variação em cadeia de 0,2 por cento, ao passo que na segunda metade do ano se registou uma aceleração da atividade económica, com taxas de variação em cadeia de 0,9 e 0,7 por cento no terceiro e quarto trimestres, respetivamente.

Na projeção publicada em março de 2016 não se anteviu esta dinâmica intra-anual do PIB, tendo-se projetado um perfil mais alisado, com uma ligeira aceleração na segunda metade do ano. Neste contexto, assistiu-se a uma sobrestimação do PIB e das suas principais componentes no primeiro semestre do ano e a uma subestimação no semestre seguinte.

Quadro 2 • Erro de projeção na taxa de crescimento do PIB, em termos reais, e das principais componentes em 2016 | Observado – projetado em março de 2016

	Pesos 2015 em % PIB	Erro de projeção	Contributo bruto para a tva do PIB	Contributo líquido para a tva do PIB
PIB	100,0	-0,1	-0,1	-0,1
Consumo privado	65,6	0,5	0,3	0,0
Consumo público	18,2	-0,6	-0,1	-0,1
Investimento	15,5	-1,0	-0,2	-0,2
Exportações	40,6	2,2	0,9	0,3
Importações	39,8	2,3	-0,9	

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa “O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal”, *Boletim Económico* de junho de 2014.

2. Enquadramento internacional

A atividade e o comércio mundiais desaceleraram novamente em 2016, registando o valor mais baixo após a última crise económica e financeira internacional

Em 2016 a economia mundial registou uma desaceleração, tendo atingido o crescimento mais baixo após a última crise económica e financeira internacional (Quadro 2.1, Gráfico 2.1). Esta lenta recuperação da crise apresentou diferenças entre regiões. No conjunto de 2016, ao contrário do ano anterior, verificou-se um abrandamento nas economias avançadas e uma ligeira desaceleração nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento.

Após a recuperação que se seguiu ao grande colapso do comércio mundial, o comércio tem vindo a enfraquecer desde 2012. Tomando como referência o período antes da crise (2002–2007), verifica-se que o crescimento médio do comércio internacional foi muito superior ao da atividade mundial (cerca de 8 e 5 por cento, respetivamente), enquanto entre 2012 e 2016 o comércio e PIB mundiais cresceram em média cerca de 3 por cento, i.e., uma redução da elasticidade do comércio mundial de cerca 0,7 p.p. (Gráfico 2.2). Esta diminuição na elasticidade do comércio mundial deverá estar associada, entre outros fatores, ao desenvolvimento mais lento das cadeias de produção globais e à alteração geográfica do comércio a favor das economias de mercado emergentes, as quais têm apresentado uma menor resposta do comércio a alterações no produto.

Quadro 2.1 • Produto Interno Bruto – Taxa de variação homóloga real | Percentagem

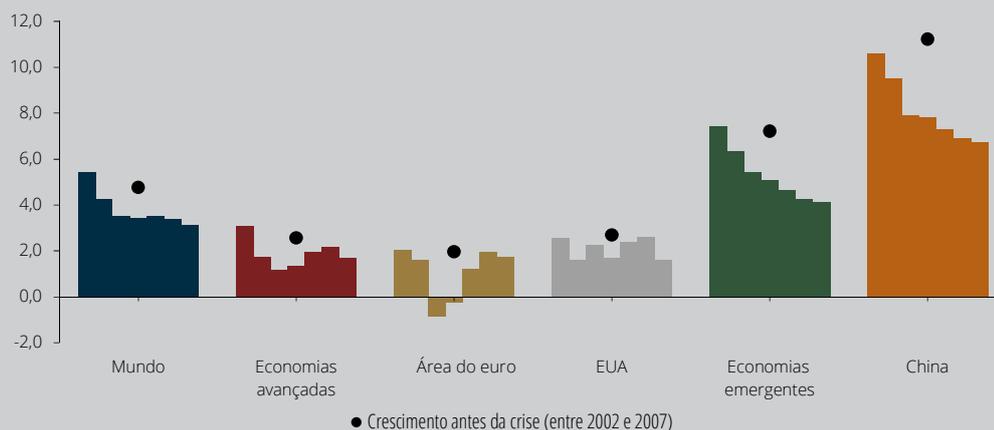
	2002-07	2013	2014	2015	2016
Economia mundial	4,8	3,4	3,5	3,4	3,1
Economias avançadas	2,6	1,3	2,0	2,1	1,7
E.U.A.	2,7	1,7	2,4	2,6	1,6
Japão	1,4	2,0	0,2	1,2	1,0
Área do euro	2,0	-0,2	1,2	1,9	1,7
Alemanha	1,4	0,6	1,6	1,5	1,8
França	1,8	0,6	0,7	1,2	1,1
Itália	1,1	-1,7	0,2	0,7	1,0
Espanha	3,5	-1,7	1,4	3,2	3,2
Reino Unido	2,7	1,9	3,1	2,2	1,8
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	7,2	5,1	4,7	4,2	4,1
Países europeus em desenvolvimento	5,9	4,9	3,9	4,7	3,0
Comunidade de Estados Independentes	7,6	2,1	1,1	-2,2	0,3
Rússia	7,1	1,3	0,7	-2,8	-0,2
Países asiáticos em desenvolvimento	9,0	6,9	6,8	6,7	6,4
China	11,2	7,8	7,3	6,9	6,7
América Latina e Caraíbas	4,1	2,9	1,2	0,1	-1,0
Brasil	3,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6

Fontes: Eurostat, FMI e Thomson Reuters.

A evolução dos mercados financeiros em 2016 foi condicionada pelo referendo britânico em junho e pela eleição presidencial nos EUA em novembro, tendo-se registado picos de volatilidade e aumento da incerteza na sequência destes dois acontecimentos. Em junho, o resultado do referendo gerou preocupações quanto às perspetivas económicas para o Reino Unido, e em novembro o resultado das eleições norte-americanas sinalizou uma mudança das expectativas sobre as políticas da nova Administração. No primeiro semestre, observou-se uma tendência de descida das taxas de juro de longo prazo nos EUA, Reino Unido e Alemanha, num contexto de dúvidas quanto ao crescimento da

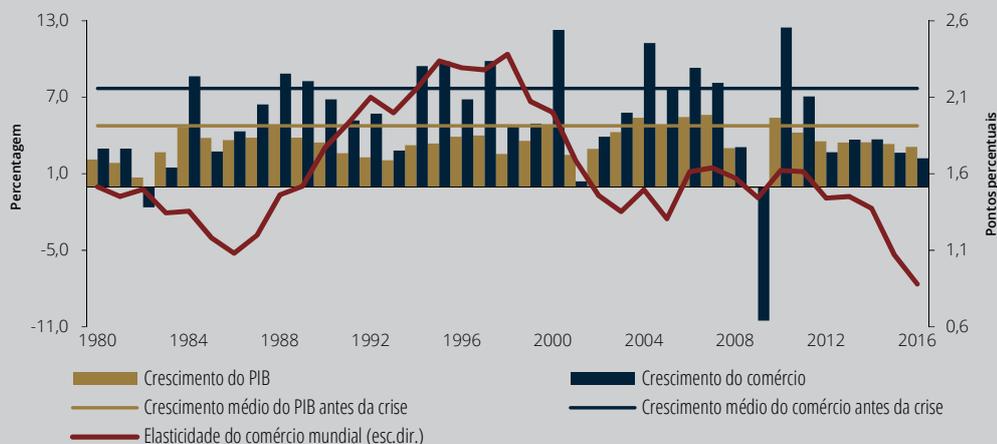
atividade mundial, à situação no setor financeiro na área do euro e à manutenção (ou reforço) das políticas monetárias acomodáticas por parte de vários bancos centrais (Gráfico 2.3). Pelo contrário, a partir de julho verificou-se uma subida nas taxas de juro longas, com a atenuação dos receios sobre a economia mundial, a incorporação de um prémio de inflação decorrente da perceção de que as autoridades monetárias poderiam ser menos reativas aos primeiros sinais de subida da inflação e, sobretudo, a antecipação de uma política orçamental mais expansionista e de um aumento do investimento em infraestruturas após as eleições norte-americanas.

Gráfico 2.1 •
Produto Interno Bruto – crescimento anual entre 2010 e 2016
| Percentagem



Fontes: Eurostat, FMI e Thomson Reuters.

Gráfico 2.2 •
Crescimento do PIB mundial e dos volumes de comércio
| Percentagem e pontos percentuais



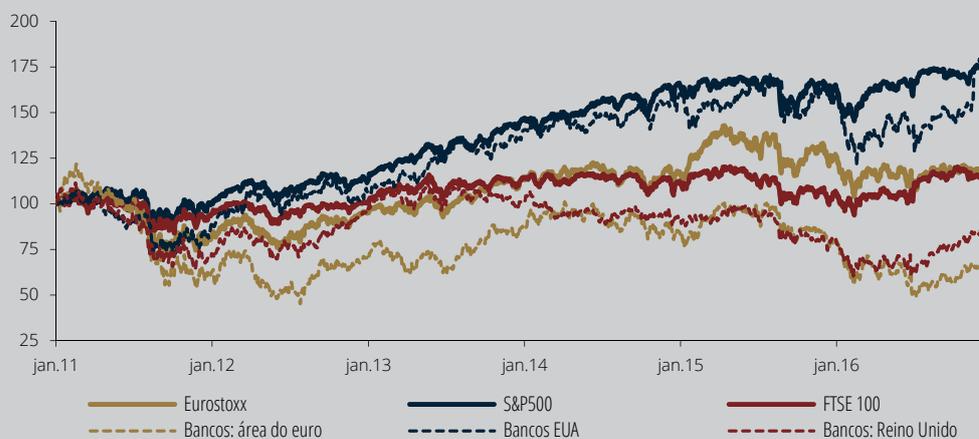
Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Elasticidade do comércio mundial é calculada para períodos de 5 anos. Período antes da crise: 2002-2007.

No início do ano os índices acionistas registaram perdas, dadas as perspetivas mais negativas sobre a economia mundial, particularmente na China, tendo recuperado posteriormente, num contexto de subida do preço do petróleo. Depois de ter atingido um mínimo de 28 USD/barril em janeiro, o preço do petróleo subiu gradualmente até estabilizar em torno de 50 USD/barril a partir do fim do verão. No final do ano, o mercado acionista nos EUA atingiu máximos históricos devido à expectativa de políticas expansionistas, que influenciaram os vários setores, com especial destaque para os bancos (Gráfico 2.4).

As economias avançadas registaram um menor crescimento, enquanto as economias emergentes aceleraram ligeiramente, embora com diferenças entre países

As economias avançadas registaram um crescimento económico de 1,7 por cento em 2016, o que compara com 2,1 por cento em 2015, sendo de assinalar uma melhoria no segundo semestre. Na generalidade das economias, o motor do



crescimento continuou a ser a procura interna e, em particular, o consumo privado. O investimento, medido pela formação bruta de capital fixo (FBCF), continuou a crescer moderadamente e acelerou na segunda metade de 2016, mas com um contributo marginal para o PIB.

Os EUA registaram um abrandamento da atividade em 2016, com o PIB a crescer 1,6 por cento, ou seja, menos 1 p.p. do que no ano anterior. A economia norte-americana teve um crescimento fraco na primeira metade do ano, devido em grande parte à evolução do investimento privado empresarial, tendo recuperado no segundo semestre pelo impulso do consumo privado. Simultaneamente, as condições no mercado de trabalho continuaram favoráveis, com a taxa de desemprego abaixo de 5 por cento, o que não se verificava desde 2007. A inflação registou uma subida, mais visível a partir de meados do ano, em resultado do aumento dos preços das matérias-primas, mas continuou a situar-se abaixo do objetivo da Reserva Federal. Em termos de variação média anual, a inflação atingiu 1,3 por cento (0,1 por cento em 2015), enquanto a inflação excluindo bens alimentares e energéticos se manteve ligeiramente acima de 2 por cento. Neste contexto, em dezembro de 2016 a Reserva Federal decidiu aumentar o objetivo para a taxa de juro dos *Fed Funds* para o intervalo de 0,50-0,75 por cento.

O Reino Unido apresentou um crescimento económico acima das previsões efetuadas depois do referendo de junho que determinou a saída do Reino Unido da União Europeia. A atividade económica cresceu 1,8 por cento em 2016, ou seja, menos 0,4 p.p. do que em 2015, suportada pelo consumo privado, que, contrariamente ao antecipado, não registou sinais de abrandamento. No entanto, refira-se que nos próximos anos o rendimento real das famílias poderá vir a desacelerar, afetando negativamente o consumo privado, num contexto da moderação do crescimento salarial e de preços de importação mais elevados associadas à depreciação da libra esterlina. A taxa de variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor

(IHPC) manteve-se abaixo dos 2 por cento mas foi subindo ao longo do ano até atingir o valor de 1,6 por cento (0,2 por cento em dezembro de 2015), em resultado da depreciação da libra esterlina, mais pronunciada logo após o resultado inesperado do referendo. Neste contexto, o Banco de Inglaterra adotou em agosto um pacote de medidas de apoio à economia que incluiu uma redução na taxa de referência, a expansão no montante de compras de obrigações soberanas, um programa de compras de obrigações de empresas não financeiras com elevada qualidade creditícia e uma nova facilidade de financiamento a instituições financeiras para melhorar a transmissão da política monetária à economia.

O Japão registou uma recuperação gradual ao longo de 2016, assente na procura interna e apoiada por políticas monetária e orçamental acomodaticias e condições financeiras favoráveis. O PIB japonês cresceu 1,0 por cento, face a 1,2 por cento em 2015. Em 2016, o Banco do Japão fez duas alterações ao programa de "*Quantitative and Qualitative Monetary Easing*", introduzindo, em janeiro, uma taxa de juro negativa às contas correntes dos bancos, e passando em setembro a condicionar a compra de obrigações soberanas japonesas à manutenção das taxas de juro a 10 anos próximas de zero. Adicionalmente, comprometeu-se com a expansão da base monetária até que a taxa de inflação observada exceda o objetivo (*inflation-overshooting commitment*).

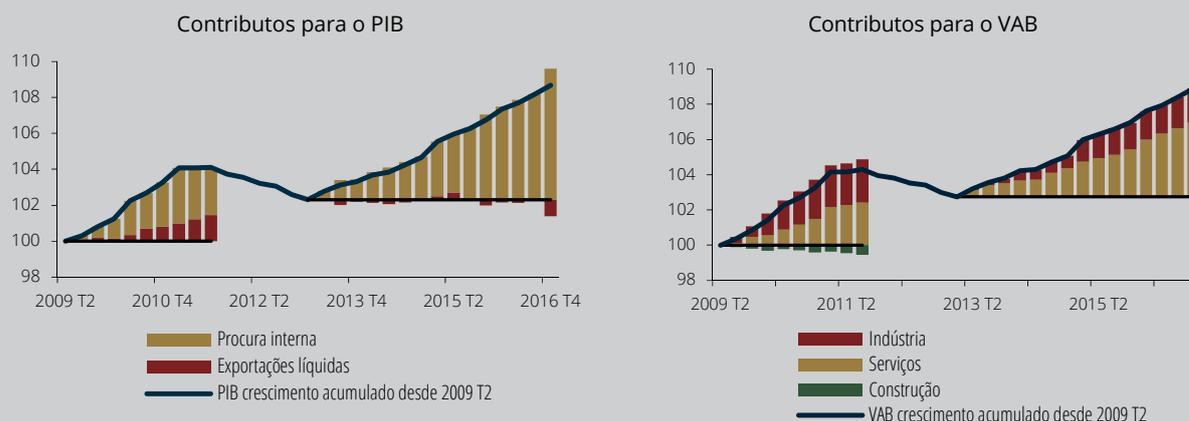
A situação das economias de mercado emergentes e em desenvolvimento continuou a ser muito diferenciada. Na China, a atividade manteve-se robusta em 2016 com um crescimento anual do PIB de 6,7 por cento (6,9 por cento em 2015), beneficiando dos estímulos da política económica. No entanto, a atividade foi mais fraca do que o esperado nalguns países da América Latina que estão em recessão desde 2015, nomeadamente o Brasil. Na Rússia, o crescimento económico foi ligeiramente melhor do que o esperado, em parte devido à evolução do preço do petróleo.

Prosseguiu a gradual recuperação da atividade na área do euro, mais assente na procura interna do que no passado

Na área do euro, o PIB cresceu a uma taxa relativamente uniforme ao longo do ano. O crescimento de 1,7 por cento refletiu um contributo positivo da procura interna e um contributo negativo das exportações líquidas. Este padrão foi acima de tudo impulsionado pelo consumo,

associado à evolução favorável do rendimento real disponível das famílias, num contexto de crescimento do emprego e redução dos preços do petróleo. Refira-se que a recuperação da atividade no presente ciclo económico é mais baseada na procura interna do que no anterior, com o setor dos serviços a assumir maior preponderância (Gráfico 2.5). A recuperação observada após 2013 é também mais generalizada em termos de países, com destaque para a evolução positiva da Espanha, com um crescimento de 3,2 por cento (Gráfico 2.6). Na Alemanha, o

Gráfico 2.5 • Composição das recuperações e contributos em termos de setor | Índice 2.º trim. 2009=100



Fontes: Eurostat, CEPR e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Duas últimas recuperações na área do euro – desde os pontos mais baixos em 2009 T2 e 2013 T1, de acordo com a datação do CEPR Dating Committee.

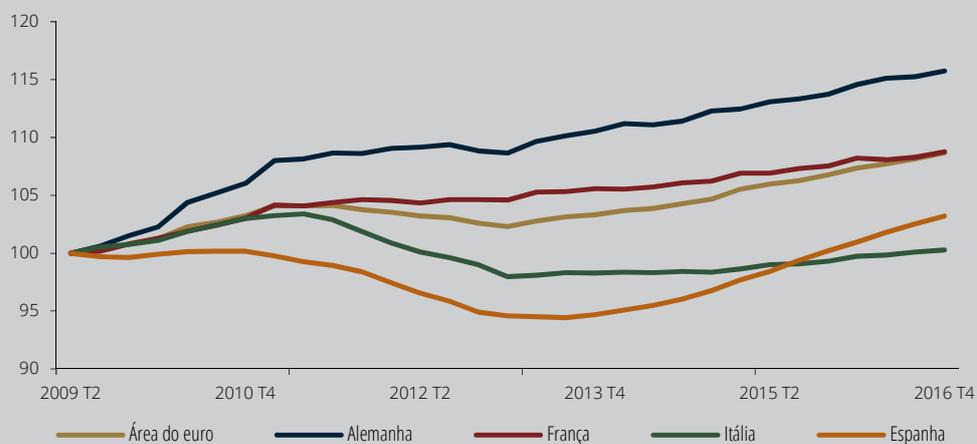


Gráfico 2.6 • Evolução do PIB desde o mínimo da crise | Índice 2.º trim. 2009=100

Fontes: Eurostat, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

PIB cresceu 1,8 por cento, enquanto em França cresceu ligeiramente acima de 1 por cento. Por seu turno, em Itália o crescimento do PIB foi de 1,0 por cento, situando-se muito abaixo do nível pré-crise. O desemprego continuou a cair na área do euro, com algumas diferenças entre países. Observaram-se quebras nas maiores economias, com exceção de Itália. Em paralelo, o emprego continuou a crescer a um ritmo moderado, acima do registado em 2015.

Desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa

A procura externa dirigida à economia portuguesa desacelerou em 2016, registando um crescimento de 2 por cento em termos homólogos, depois de uma taxa de cerca de 4 por cento em 2015 (Quadro 2.2). Esta evolução ficou a dever-se não só ao menor crescimento da procura por parte dos parceiros comerciais da área do euro (3,5 por cento,

o que compara com 5,6 por cento em 2015), mas também pela contração da procura externa por economias localizadas fora da área do euro (-0,4 por cento, após 1,1 por cento em 2015). Tendo em conta a procura externa de Angola, o efeito é ainda mais pronunciado³. A procura externa de bens e serviços terá crescido 1,3 por cento em 2016, o que compara com 2,6 e 5,4 por cento, em 2015 e 2014, respetivamente.

Subida da inflação na área do euro a partir de meados do ano

Em 2016, a evolução da inflação medida pelo IHPC refletiu sobretudo a trajetória dos preços dos bens energéticos (Gráfico 2.7). Esta influência consubstanciou-se em inflação baixa ou negativa nos primeiros meses do ano e em aumentos posteriores que foram acentuados pelo efeito base das quedas registadas em 2015 e relacionados com o aumento dos preços dos bens energéticos.

Quadro 2.2 • Procura Externa de Bens e Serviços – Taxa de variação homóloga real
| Percentagem

	Pesos ^(b)	2013	2014	2015	2016
Procura externa (BCE)^(a)	100,0	1,9	5,0	3,9	2,0
Procura externa intra-área do euro	66,3	0,9	5,2	5,6	3,5
da qual:					
Espanha	27,1	-0,5	6,5	5,6	3,3
Alemanha	13,7	3,2	4,0	5,0	3,6
França	12,5	2,2	4,8	6,4	3,6
Itália	3,9	-2,3	3,1	6,7	3,1
Procura externa extra-área do euro	33,7	3,7	4,6	1,1	-0,4
da qual:					
Reino Unido	5,6	3,4	2,5	5,5	2,8
Estados Unidos	3,5	1,1	4,4	4,6	1,1
Por memória:					
Importações de bens e serviços de Angola ^(c)	4,6	9,0	11,4	-21,8	-27,8
Procura externa corrigida ^(d)		2,3	5,4	2,6	1,3
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		3,7	3,7	2,7	2,2
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		2,0	2,6	1,9	1,2

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

Nota: (a) Calculada como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país/região é ponderada de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal. (b) Pesos referentes à média do período 2012-14. (c) O peso indicado refere-se ao peso das exportações nominais de bens e serviços para Angola nas exportações portuguesas. (d) Indicador de procura externa corrigido pela importância do comércio externo com Angola. Corresponde à média ponderada (pelo peso das exportações) entre o indicador de procura externa calculado pelo BCE e as importações em volume de bens e serviços da economia angolana. São utilizadas as projeções do FMI (*Word Economic Outlook*) para o crescimento das importações em volume de Angola em 2016.

A taxa de variação homóloga do IHPC excluindo energia e bens alimentares manteve-se estável em níveis relativamente baixos, oscilando entre 0,7 e 1,0 por cento durante o ano (Gráfico 2.7). Desde meados de 2016, o aumento observado na inflação da área do euro foi impulsionado pelos preços da energia e generalizado entre os países. Refira-se que, à semelhança do passado, os diferenciais entre grupos de países refletiram as divergências na inflação excluindo energia e bens alimentares (Gráfico 2.8 e 2.9). No final do ano, a taxa de variação homóloga do IHPC excluindo energia e bens alimentares situou-se em 1,4 por cento na Alemanha, enquanto em Espanha e Itália fixou-se em 0,9 e 0,7 por cento, respetivamente, e em 0,4 por cento em França. Após 2013, o diferencial de inflação entre países com alta notação e países com menor notação tem sido negativo, contrariamente ao observado

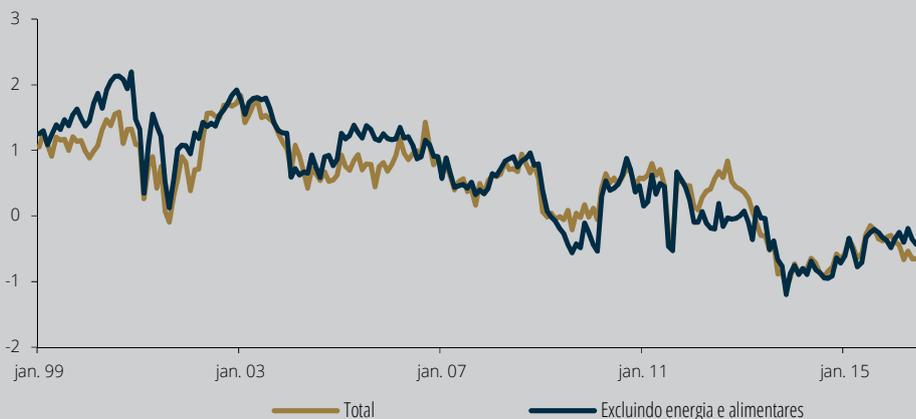
antes da crise. Tal reflete um menor crescimento dos preços na componente dos serviços nos países com menor notação e que está associada a ajustamentos salariais. Desde o segundo semestre de 2015, observou-se uma diminuição do diferencial, refletindo a manutenção de um baixo crescimento dos preços dos serviços nos países com alta notação e uma ligeira aceleração nos países com menor notação. As expectativas de inflação de longo prazo aumentaram a partir de setembro, situando-se acima dos valores observados no início de 2015, mas abaixo das médias históricas. Note-se que as expectativas de inflação de longo prazo parecem ter-se tornado relativamente mais sensíveis às alterações nas expectativas de curto prazo e nos preços do petróleo, não só na área do euro, mas também nos EUA e no Reino Unido (Gráfico 2.10).



Gráfico 2.7 •
Contributos para a taxa de variação homóloga do IHPC na área do euro
| Pontos percentuais

Fonte: Eurostat.

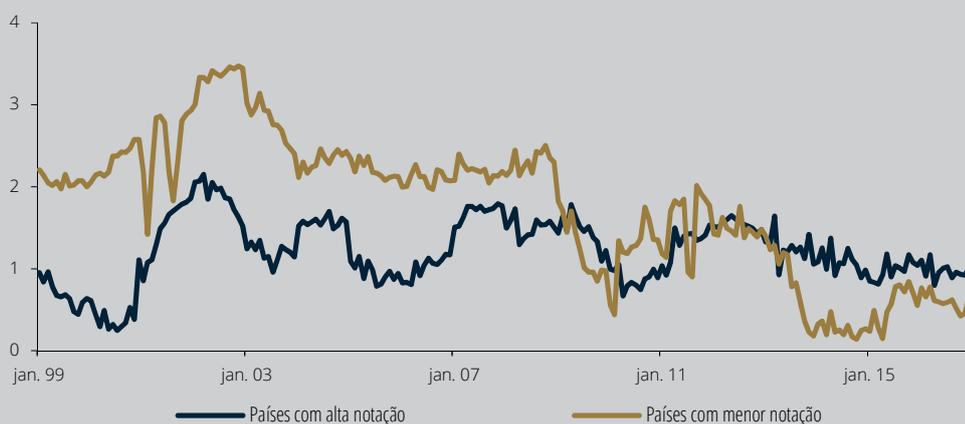
Gráfico 2.8 •
Diferenciais de inflação entre países com menor notação e países com alta notação | Pontos percentuais



Fontes: BCE, Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Países com alta notação: Alemanha, França, Holanda, Bélgica, Áustria e Finlândia. Países com menor notação: Itália, Espanha, Grécia, Portugal, Irlanda e Chipre.

Gráfico 2.9 •
Evolução da taxa de variação homóloga do IHPC | Percentagem



Fontes: BCE, Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Países com alta notação: Alemanha, França, Holanda, Bélgica, Áustria e Finlândia. Países com menor notação: Itália, Espanha, Grécia, Portugal, Irlanda e Chipre.

Gráfico 2.10 •
Expetativas de inflação na área do euro e preço em dólares do barril do petróleo | Percentagem e dólares por barril



Fontes: Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Expetativas de inflação com base em swaps de inflação. Barra vertical assinala o anúncio do programa de compras de ativos (APP).

3. Condições monetárias e financeiras

3.1. Área do euro

... O Eurosistema manteve
... uma política monetária
... acomodatória em 2016

O ano de 2016 ficou marcado pela adoção de medidas não convencionais de política monetária por parte do BCE em março e dezembro. No início do ano observou-se uma deterioração das condições económicas e financeiras e o aumento dos riscos descendentes para a inflação, o que levou o Conselho a reduzir as taxas de juro oficiais (da taxa principal de refinanciamento para 0 por cento, da taxa da facilidade de depósito para -0,4 por cento e da taxa da facilidade de cedência marginal para 0,25 por cento) e a adotar um conjunto de outras medidas. Este pacote incluiu a expansão do montante das compras mensais do programa de compra de ativos (*Expanded Asset Purchase Program, APP*) de 60 para 80 mil milhões de euros e a extensão do seu prazo até março de 2017, bem como o alargamento do programa de compras a títulos de dívida emitidos por sociedades não bancárias da área do euro (Caixa 3.1.1: “Efeito do programa de compra definitiva de obrigações de empresas”). O BCE anunciou também uma nova série de operações de prazo alargado direcionadas (TLTRO-II), de forma a incentivar a concessão de crédito à economia. Estas operações distinguem-se das anteriores essencialmente porque o banco pagará uma taxa igual à da facilidade de depósito caso conceda crédito acima de um determinado limite. No final do ano, o Conselho considerou que era necessário manter um elevado estímulo monetário à economia para assegurar um ajustamento sustentado da trajetória de inflação para o objetivo. Assim, foi decidido o prolongamento do APP até dezembro de 2017, mas reduzindo o montante das compras de 80 para 60 mil milhões de euros.

... As condições monetárias
... e financeiras na área
... do euro continuaram
... a evoluir favoravelmente

Os mercados financeiros na área do euro foram influenciados pela orientação acomodatória da política monetária. A trajetória descendente das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública da área do euro refletiu o efeito das compras no âmbito do APP e das outras medidas de política monetária pelo BCE. Além disso, pesaram os efeitos globais, destacando-se, em particular, o aumento da incerteza quanto às perspetivas de crescimento mundial no início do ano e o resultado do referendo britânico em junho. A partir do verão, a atenuação dos receios sobre a evolução da economia mundial e a incorporação de um prémio de risco de inflação levaram a uma reversão parcial da descida das taxas de juro.

Os índices acionistas na área do euro registaram uma pequena valorização durante o ano, muito embora se tenham observado movimentos marcados em termos de padrão intra-anual em consonância com os fatores já mencionados. Os preços das ações do setor financeiro europeu caíram cerca de 8 por cento em 2016 perante as perspetivas de menor rentabilidade no futuro e pelo impacto negativo na rendibilidade dos bancos dos créditos vencidos.

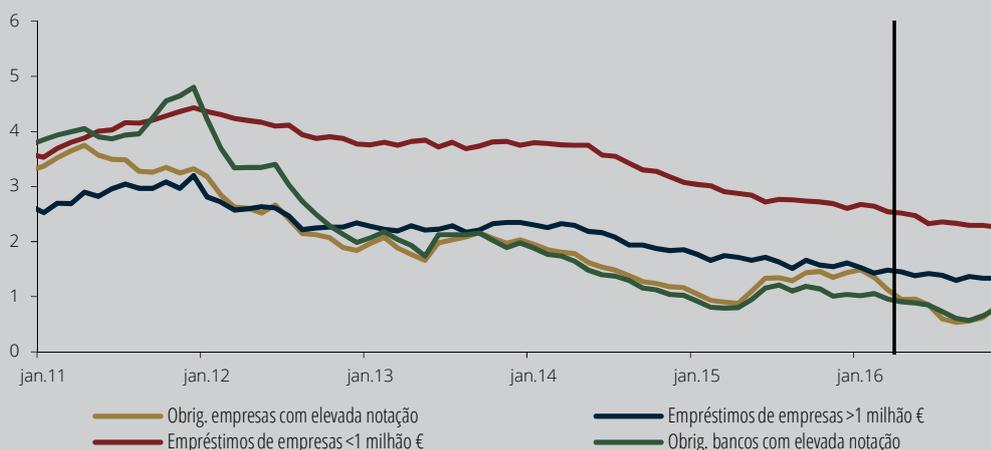
Nos mercados cambiais, o euro apreciou ligeiramente ao longo do ano em termos efetivos, refletindo em particular o resultado do referendo britânico, as perspetivas para a economia mundial e as diferenças das políticas monetárias nas várias jurisdições. A apreciação efetiva de cerca de 2 por cento traduziu uma apreciação de 17 por cento face à libra esterlina e de 4 por cento face ao renmimbi, mas depreciações face ao dólar de 3 por cento e de 6 por cento face ao iene. As taxas de juro do mercado monetário continuaram a descer, mas desde o verão de 2016 tem-se observado um

aumento do diferencial entre as taxas EONIA e da facilidade de depósito relativamente às taxas do mercado monetário com garantia e às da dívida pública, o que poderá indicar uma menor eficácia na transmissão das decisões de política monetária (Caixa 3.1.2: “Dispersão das taxas de juro no mercado monetário da área do euro”).

Os custos de financiamento das empresas continuaram a descer em 2016. Em particular, a taxa negativa da facilidade de depósito e as novas TLTRO-II anunciadas em março deverão ter contribuído para a redução das taxas de juro dos empréstimos bancários às empresas.

Adicionalmente, a introdução do programa de compras de obrigações de elevada notação de *rating*, emitidas por empresas estabelecidas na área do euro, poderá também explicar parte da descida das respetivas taxas de juro, que desde junho se encontram em níveis semelhantes às das obrigações dos bancos com elevada notação (Gráfico 3.1). Neste contexto, refira-se ainda que, desde o segundo trimestre de 2016, as emissões líquidas de obrigações em euro registaram um aumento significativo (Gráfico 3.2). O custo dos empréstimos bancários das empresas desceu cerca de 30 p.b. ao longo do ano, valor ligeiramente inferior à

Gráfico 3.1 • Custos de financiamento das empresas, | Percentagem



Fontes: BCE, *Merril Lynch, Bloomberg* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: A barra vertical assinala o anúncio do programa de compra de ativos do setor empresarial (CSPP) e das operações de prazo alargado direcionadas (TLTRO-II).

Gráfico 3.2 • Financiamento externo das empresas na área do euro | Mil milhões de euros



Fonte: BCE.

Nota: Médias móveis a 12 meses.

descida observada nos empréstimos às famílias para compra de habitação, situando-se em ambos os casos em cerca de 1,8 por cento. Refira-se também que o diferencial do custo dos empréstimos das empresas entre países com menor notação e com alta notação voltou aos níveis observados no início de 2011.

O crédito bancário às empresas cresceu de forma acentuada durante o primeiro semestre, quer nos países com alta notação, quer nos com menor notação (Gráfico 3.3). Em termos médios anuais, o crescimento dos empréstimos situava-se em 2,3 por cento em dezembro de 2016, o que compara com 0,5 por cento em dezembro de 2015, sendo que até junho tinha acelerado 1,4 p.p. Os empréstimos aos particulares recuperaram mais lentamente, sobretudo nos países com alta notação, passando de 1,4 para 2,0 por cento no mesmo período.

A melhoria das condições financeiras e monetárias da economia está em linha com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito da área do euro, que indicaram uma melhoria nas condições de crédito às empresas e às famílias em 2016. Os bancos reportaram igualmente um aumento da procura de crédito por parte das empresas e das famílias que foi generalizado às várias categorias de empréstimos. Refira-se que as instituições bancárias utilizaram a liquidez obtida através do APP para a concessão de empréstimos, para fins de refinanciamento e, em menor medida, para a compra de ativos. Relativamente ao facto de a taxa da facilidade de depósito ser negativa, os bancos indicaram um impacto positivo sobre o volume de empréstimos, mas um impacto negativo ao nível da margem financeira e dos *spreads* aplicados pelo banco.

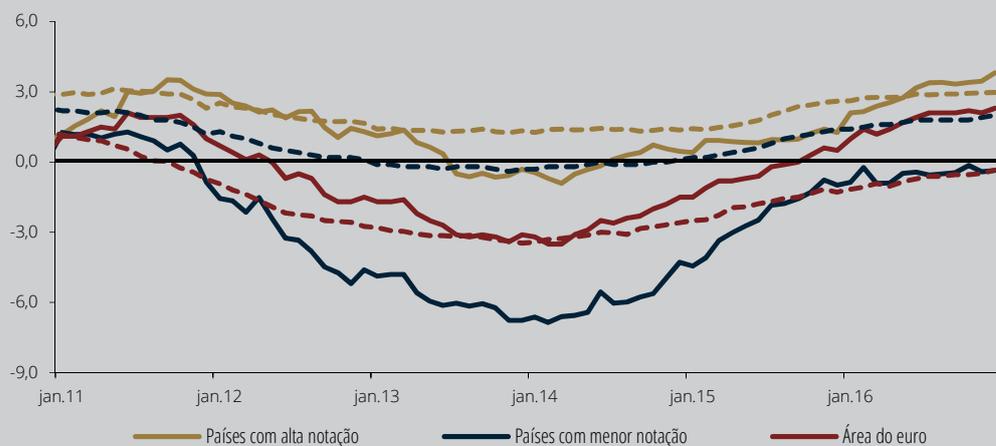


Gráfico 3.3 •
Taxa de variação
anual dos
empréstimos
bancários na área
do euro
| Percentagem

Fonte: BCE.

Nota: Os dados são corrigidos de vendas e titularização de empréstimos. As linhas a cheio representam as empresas e as linhas a tracejado os particulares. Países com alta notação: Alemanha, França, Holanda, Bélgica, Áustria e Finlândia. Países com menor notação: Itália, Espanha, Grécia, Portugal, Irlanda e Chipre.

Caixa 3.1.1 | Efeito do programa de compra definitiva de obrigações de empresas

O programa de compra de ativos do setor empresarial (*Corporate Sector Purchase Programme, CSPP*) foi anunciado pelo Conselho do Banco Central Europeu a 10 de março de 2016 e estende o programa de compras de ativos (*Expande Asset Purchase Programme, APP*)⁴ à compra de títulos de dívida emitidos por sociedades não financeiras da área do euro. Este programa tem como objetivo reforçar o impacto das compras de ativos pelo Eurosistema nas condições de financiamento da economia, imprimir uma orientação mais acomodatória à política monetária e contribuir para o regresso da taxa de inflação a níveis abaixo, mas próximos, de 2 por cento no médio prazo. Sendo parte integrante do APP, pretende-se que as aquisições decorram até ao final de 2017⁵, ou até mais tarde, se necessário, e, em qualquer caso, até que o Conselho do BCE considere que se verifica um ajustamento sustentado da trajetória da inflação para o objetivo de médio prazo. Esta caixa descreve o CSPP e analisa o seu efeito no custo de financiamento das sociedades não-financeiras da área do euro e na evolução da estrutura de financiamento das mesmas.

Após o anúncio do programa, os seus parâmetros técnicos foram publicados a 21 de abril de 2016 e as compras iniciaram-se a 8 de junho. No âmbito do CSPP, as obrigações elegíveis devem ter um prazo residual mínimo de 6 meses e máximo de 30 anos e 364 dias no momento da compra. O limite inferior foi definido de forma a assegurar que sejam incluídas nas compras obrigações emitidas por empresas de menor dimensão, normalmente com maturidades mais curtas. As obrigações devem estar denominadas em euros e ser de elevada qualidade creditícia (*rating* de BBB ou superior), de acordo com a avaliação fornecida por uma instituição de avaliação de crédito externa. Por fim, as obrigações devem ser instrumentos negociáveis aceites como colateral nas operações de cedência de liquidez do Eurosistema. As obrigações têm necessariamente de ser emitidas por uma instituição estabelecida num Estado-Membro da área do euro que não seja uma instituição de crédito, cuja empresa-mãe não seja uma instituição de crédito e que não seja emitente elegível para efeitos do programa de compra de ativos do setor público em mercados secundários (PSPP). No momento do anúncio dos parâmetros técnicos do programa, a compra de obrigações com taxa de rendibilidade negativa era permitida desde que estivesse acima da taxa de juro da facilidade permanente de depósito (FPD). Na reunião de dezembro de 2016 o Conselho do BCE anunciou a possibilidade de fazer compras abaixo da taxa da FPD.

Com vista a limitar o risco e a garantir algum grau de diversificação ao portfólio de compras do Eurosistema, aplicam-se algumas restrições em relação ao montante e à entidade do grupo emissor. Em relação ao montante, a compra de qualquer tipo de obrigação não pode exceder os 70 por cento do seu montante em dívida, embora este valor possa ser menor no caso da emissão de obrigações por empresas públicas. Por último, o programa é coordenado pelo BCE, mas apenas seis bancos centrais do Eurosistema executam as compras de obrigações em mercados primários e secundários. Cada um destes bancos é responsável por uma área geográfica diferente e por publicar, no final de cada semana, a lista de todas as obrigações compradas, uma vez que estas ficam então disponíveis no mercado de empréstimo de títulos (*securities lending*).

No final de 2016, o Eurosistema tinha comprado um total de 51 069 milhões de euros no âmbito do CSPP, dos quais 86,4 por cento foram comprados no mercado secundário e 13,6 por cento no mercado primário. Na mesma data, o CSPP representava 3,3 por cento do total das compras do APP. Apesar de ter um valor pequeno, a importância do programa em relação ao total do APP tem vindo a aumentar desde a sua implementação, sendo particularmente relevante num contexto em que as empresas tendem historicamente a financiar-se através de empréstimos bancários, como é o caso da área do euro. Com efeito, o CSPP parece ter contribuído não só para a redução do custo de financiamento das empresas através da emissão de dívida, mas também para um recurso mais frequente a esta forma de financiamento.

Numa avaliação preliminar, o programa teve aparentemente algum impacto nas taxas de rendibilidade das obrigações do setor empresarial e também na taxa de rendibilidade de obrigações de outros

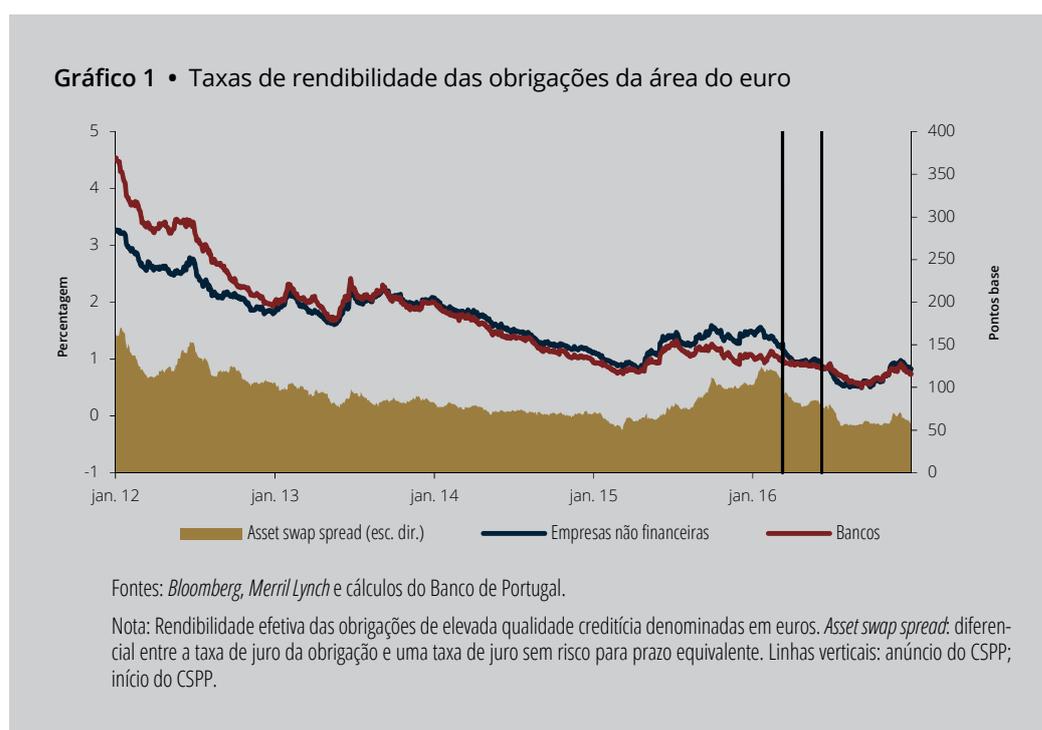
setores. A literatura económica sobre a avaliação do programa de compra de ativos tem identificado o efeito de anúncio como o mais significativo. O mesmo se parece verificar no caso do CSPP. A primeira linha vertical do Gráfico 1 marca a data do anúncio do CSPP, sendo evidente que nesse momento as taxas de rendibilidade das obrigações desceram significativamente, tanto para as empresas não financeiras como para os bancos. No caso das empresas não financeiras, manteve-se uma tendência decrescente apenas interrompida por alguma volatilidade em maio e junho consequência do resultado do referendo sobre a saída do Reino Unido da União Europeia. Após o início do programa (segunda linha vertical no Gráfico 1), voltou a registar-se uma tendência decrescente na evolução das taxas de rendibilidade. Paralelamente, as taxas de juro de dívida pública de longo prazo mantiveram-se relativamente constantes, o que reforça a perceção de que a implementação do programa contribuiu para uma descida na taxa de rendibilidade das obrigações. As taxas de rendibilidade das obrigações emitidas por instituições financeiras e das obrigações *high yield* também se reduziram imediatamente após o anúncio do programa, em particular nos países da periferia (Quadro 1).

Quadro 1 • Alterações nas taxas de rendibilidade após o anúncio do CSPP | Pontos base

	Obrigações com elevada notação de <i>rating</i>		Obrigações <i>high yield</i> de empresas não financeiras
	Empresas não financeiras	Bancos	
Área do euro	-14	-8	-58
Alemanha	-14	-4	-56
França	-13	-8	-72
Itália	-19	-17	-63
Espanha	-19	-16	-73
Portugal	-65	-	-64

Fontes: *Bloomberg*, *Merril Lynch* e cálculos do Banco de Portugal.

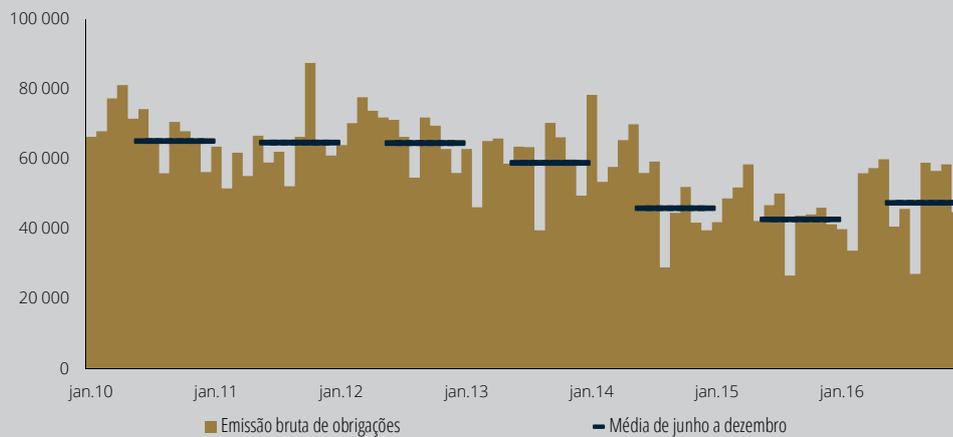
Nota: Estudo da alteração (em pontos base) das taxas de rendibilidade numa janela de 3 dias no seguimento do anúncio do CSPP a 10 de março de 2016.



É também relevante avaliar o programa em termos de quantidades. O financiamento das empresas não financeiras por emissão de dívida tem vindo a aumentar desde o primeiro trimestre de 2016. Além disso, após um abrandamento que se iniciou em 2013, a média da emissão bruta de obrigações nos meses de junho a dezembro recuperou em 2016, ainda que tenha permanecido em níveis abaixo dos registados em anos anteriores (Gráfico 2). Este período tem particular interesse pois compara a emissão nos meses de vigência do programa com períodos homólogos. Estes movimentos sugerem a possibilidade do CSPP ter levado a um aumento da preferência por financiamento através de dívida titulada.

Embora outros fatores possam ter influenciado os custos de financiamento das empresas e pesado na escolha entre emissão de dívida ou obtenção de crédito bancário, os movimentos descritos acima parecem indicar que o CSPP tem conseguido o efeito pretendido nas condições de financiamento da economia. Em geral, os custos de financiamento por emissão de dívida diminuíram e permanecem baixos em termos históricos. Por outro lado, a atividade neste mercado parece ter ganho algum ímpeto desde o início do programa.

Gráfico 2 • Emissão bruta de obrigações por empresas não financeiras da área do euro
| Milhões de euros



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Caixa 3.1.2 | Dispersão das taxas de juro no mercado monetário da área do euro

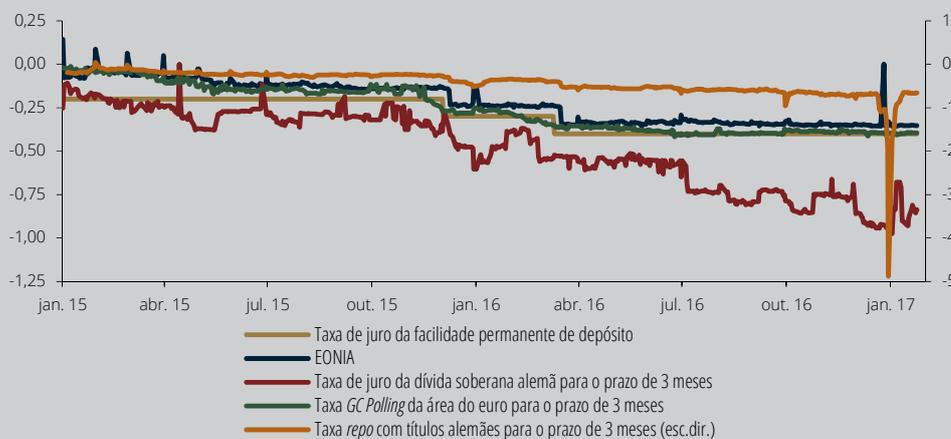
Num mercado monetário que funcione de forma perfeita, a taxa de juro dos diferentes instrumentos financeiros deve refletir plenamente a taxa de referência do banco central — percecionada como a *taxa de juro sem risco* — acrescida de prémios associados, entre outros, ao risco de crédito e ao risco de liquidez. Assim, as taxas de juro no mercado monetário devem situar-se num nível próximo da taxa de referência do banco central e, *ceteris paribus*, qualquer variação desta taxa resultante de decisões de política monetária deve repercutir-se em igual alteração nas taxas negociadas para efeitos de obtenção e concessão de fundos de curto prazo.

Presentemente, seria expectável que, na área do euro, a taxa de juro da facilidade permanente de depósito (FPD), que desde março de 2016 se situa em -0,4 por cento, representasse o limite inferior efetivo das taxas de juro no mercado monetário e que os ativos percecionados como seguros e líquidos proporcionassem uma remuneração próxima deste referencial. No entanto, desde o início de 2015, a trajetória descendente das taxas de rendibilidade de instrumentos de curto prazo com garantia e das obrigações soberanas de elevada qualidade creditícia tem sido mais pronunciada do que as descidas da taxa de juro da FPD e da EONIA (Gráfico 1). Este diferencial aumentou a partir do verão de 2016, contribuindo para uma maior dispersão em torno da taxa de juro de política monetária do BCE que, em circunstâncias normais, deve figurar como âncora das taxas de juro no mercado monetário da área do euro.

Refira-se que uma elevada dispersão das taxas de juro no mercado monetário pode ser indicativa de uma segmentação do mercado que, em consequência da menor importância atribuída à taxa do banco central, se traduz em dificuldades na transmissão da política monetária. Neste contexto, torna-se crucial analisar os motivos que podem justificar a situação retratada no Gráfico 1.

Em primeiro lugar, a trajetória descendente das taxas de juro de instrumentos de curto prazo com elevada qualidade creditícia pode refletir a antecipação, por parte dos participantes nos

Gráfico 1 • Evolução de taxas representativas no mercado monetário da área do euro desde 2015 | Em percentagem



Fontes: Thomson Reuters e Bloomberg.

mercados financeiros, de descidas adicionais das taxas de política monetária do BCE. Contudo, desde o verão de 2016, as expectativas dos agentes em relação a novas reduções da taxa de juro da FPD foram relativamente contidas e, por isso, insuficientes para explicar o movimento de algumas taxas de juro de curto prazo observadas no mercado da área do euro.

Deve-se também assinalar que o aumento da dispersão das taxas de juro do mercado monetário da área do euro é contemporâneo do referendo sobre a permanência do Reino Unido na União Europeia. Uma vez conhecido o resultado da votação, observaram-se comportamentos típicos de um menor apetite pelo risco, tais como a procura de ativos seguros e líquidos (*safe havens*), exercendo uma pressão descendente sobre as respetivas taxas de juro. Todavia, a generalidade destes movimentos foi revertida nas semanas seguintes, o que não sucedeu com as taxas de juro no mercado monetário da área do euro.

Adicionalmente, o desalinhamento das taxas de juro de curto prazo face à taxa de juro da FPD do BCE pode sinalizar a existência de oportunidades de arbitragem que não estão a ser exploradas pelos agentes. Com efeito, para que haja possibilidade de realizar uma operação de arbitragem direta tendo por base os atuais níveis das taxas de juro de curto prazo na área do euro é necessário reunir, pelo menos, duas condições: (i) ter acesso à taxa de juro da FPD⁶ e (ii) dispor de títulos com taxas de rendibilidade inferiores à taxa de juro da FPD. Este facto conduz a duas considerações.

Por um lado, a circunstância de persistirem potenciais oportunidades de arbitragem pode indicar que as instituições monetárias e financeiras (doravante designadas de bancos) da área do euro, que têm acesso à taxa de juro da FPD do BCE, enfrentam constrangimentos para materializar as aparentes oportunidades de lucro que persistem no mercado monetário da área do euro. Por exemplo, a necessidade de ter em carteira títulos que possam ser utilizados para efeitos de colateral ou garantia pode justificar a não realização de operações de arbitragem. De igual modo, o facto de os bancos enfrentarem custos não negligenciáveis no ajustamento dos respetivos balanços pode ser desincentivador de alterações na composição das respetivas carteiras.

Por outro lado, a relevância das instituições não bancárias na área do euro tem aumentado ao longo dos últimos anos. Acresce que uma parte significativa das compras realizadas pelo Eurosistema no âmbito do programa alargado de compra de ativos (*APP*) é proveniente do setor não bancário e de investidores não residentes. Tendo em consideração que, na área do euro, apenas os bancos têm a possibilidade de realizar depósitos (sem risco) no BCE e admitindo que os agentes não pertencentes ao setor bancário podem não estar dispostos a manter avultados montantes em depósitos (entre outras considerações, pelo facto de aplicações de elevado montante não estarem cobertas por um seguro de depósito), então estes investidores tenderão a procurar alternativas seguras para alocar os seus fundos. Neste contexto, uma possibilidade de investimento consiste na aquisição de instrumentos com reconhecida qualidade creditícia, o que coloca uma pressão descendente sobre as respetivas taxas de rendibilidade e pode contribuir para explicar a dispersão das taxas de juro no mercado monetário da área do euro.

Em paralelo, é importante frisar que, no passado recente, tem-se assistido a uma crescente escassez de títulos de curto prazo com reduzido risco de crédito e elevada liquidez, o que reforça a pressão descendente sobre o nível das respetivas taxas de juro. Esta tendência pode ser justificada, pelo menos, por três fatores: (i) preocupações dos agentes decorrentes dos significativos padrões de incerteza a nível internacional; (ii) menor disponibilidade de títulos por implementação de medidas não convencionais de política monetária por parte do Eurosistema, nomeadamente o *APP*; e (iii) crescente procura por títulos líquidos e seguros, motivada por requisitos regulatórios.

A escassez de títulos de curto prazo é mais notória nos instrumentos associados às jurisdições percecionadas como apresentando elevada qualidade creditícia. Em concreto, nos últimos anos os títulos soberanos alemães têm visto reforçado o seu estatuto de *safe haven*, sendo considerados *especiais*⁷ e, por isso, fortemente solicitados pelos participantes dos mercados financeiros.

Para além dos argumentos já elencados, deve-se também aludir à possibilidade da dispersão das taxas de juro de curto prazo na área do euro refletir questões regulamentares. Em particular, os requisitos impostos por Basileia III podem estar a afetar o regular funcionamento do mercado monetário. Com efeito, no atual quadro regulatório, os bancos devem cumprir um conjunto de requisitos que tem impacto na liquidez depositada junto do banco central. Estas diretrizes tendem a influenciar a atividade do mercado monetário como um todo e, por conseguinte, as taxas de juro de curto prazo e, em última instância, a transmissão da política monetária. Deve-se ainda ter presente que um quadro regulamentar mais exigente induz também maiores custos de ajustamento do balanço⁸. Deste modo, a reversão de posições assumidas em contextos de menor apetite pelo risco é mais difícil do que no passado e, nesse sentido, a correção de determinados fenómenos atípicos, como os resultantes do referendo britânico, tende a ocorrer de forma mais gradual.

Em síntese, a maior dispersão das taxas de juro no mercado monetário da área do euro pode resultar de um conjunto de condições que interagem mutuamente, tais como (i) uma maior incerteza nos mercados financeiros internacionais que privilegia os ativos com risco reduzido; (ii) uma menor atividade interbancária por parte dos bancos da área do euro que, num quadro regulamentar exigente, não exploram potenciais oportunidades de arbitragem e enfrentam custos acrescidos para proceder a ajustamentos das respetivas carteiras, o que, por sua vez, potencia que choques temporários tenham um efeito mais prolongado no tempo; (iii) uma importância crescente das instituições não bancárias que não têm acesso à taxa de juro da FPD e procuram alocar os seus recursos em ativos com elevada qualidade creditícia; e (iv) uma disponibilidade de títulos de curto prazo percecionados como *safe havens* cada vez menor. Ainda que todos estes fatores possam contribuir para uma pressão descendente sobre as taxas de juro de curto prazo, a avaliação da sua importância relativa exige análise suplementar.

Neste contexto, é relevante continuar a combater a escassez de títulos líquidos e seguros, o que poderá ser conseguido, nomeadamente, através do programa de empréstimo de títulos por parte dos bancos centrais do Eurosistema (*Security Lending Scheme*). À semelhança da iniciativa de *reverse repurchase agreement operations*, proposta pela Reserva Federal norte-americana, o alargamento da base de contrapartes com acesso à taxa de juro da FPD poderia, num contexto de ampla liquidez, reforçar o papel da taxa de juro de política do BCE. Assim, contemplando a perspetiva da orientação e transmissão da política monetária e aspetos relacionados com a estabilidade financeira, é crucial garantir o normal funcionamento do mercado monetário da área do euro, evitando distorções na formação de preços.

3.2. Portugal

As condições monetárias e financeiras continuaram a melhorar ao longo de 2016

As condições monetárias e financeiras do setor privado não financeiro melhoraram em 2016, em ligação com o impacto das medidas não convencionais de política monetária adotadas pelo BCE (Secção 3.1: "As condições monetárias e financeiras na área do euro"). Ao longo de 2016 observou-se uma diminuição do diferencial entre as taxas de juro praticadas em Portugal e na área do euro, quer para as empresas, quer para os particulares, sendo que os atuais diferenciais comparam com os verificados no período anterior a 2009 (Gráfico 3.4).

As taxas de juro de novos empréstimos a particulares mantiveram uma tendência descendente

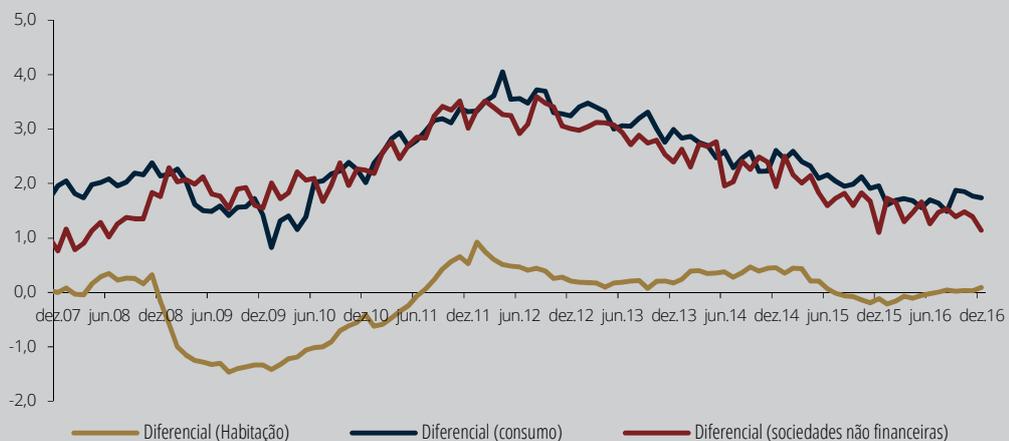
As taxas de juro dos novos empréstimos concedidos a particulares nos segmentos da habitação

e consumo mantiveram a tendência decrescente verificada desde 2012 (Gráfico 3.5). Adicionalmente, os valores de dezembro de 2016 para esses segmentos correspondem a mínimos das séries (com início em 2003). Esta evolução está associada aos valores negativos das taxas de referência interbancárias, que continuaram a diminuir ao longo de 2016.

Os novos empréstimos a particulares reforçaram a tendência de crescimento verificada no início de 2016, especialmente no segmento do consumo

A taxa de crescimento dos novos empréstimos bancários concedidos a particulares aumentou no segundo semestre de 2016. O volume mensal de novos empréstimos para aquisição de habitação continuou a aumentar apesar de se manter em níveis distantes dos registados no período anterior à crise financeira (Gráfico 3.6). Continuou a observar-se um crescimento da proporção de empréstimos com prazo de fixação da

Gráfico 3.4 •
Diferenciais de taxas de juro de Portugal face à média da área do euro
| Em pontos percentuais



Fontes: Consesus Economics, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

taxa de juro superior a um ano, representando mais de 40 por cento dos novos empréstimos concedidos neste segmento no final de 2016. Esta tendência ocorre num quadro de taxas de juro muito baixas – com uma indicação de permanência das condições acomodáticas por um período alargado – e na presença de instrumentos de prazo alargado para financiamento dos bancos.

A recuperação dos novos empréstimos para consumo continuou a verificar-se tanto nos empréstimos para fins pessoais como para aquisição de automóvel, tendo o crédito para automóveis usados ganho relevo neste segmento (Gráfico 3.7).

Tendo por base os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito ao longo do 2016, a recuperação do crédito a particulares para habitação e para consumo esteve em



Gráfico 3.5 •
Taxas de juro de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Em percentagem e pontos percentuais

Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Notas: As taxas de juro médias são calculadas com base nos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo. No segmento dos empréstimos para consumo, consideram-se a Euribor a 6 meses, a Euribor a 1 ano e a taxa de juro dos *swap* a 5 anos como taxas de juro de referência para os períodos de fixação das taxas menor do que um ano, 1 e 5 anos, respetivamente. No segmento dos empréstimos para habitação considera-se a taxa de juro Euribor a 6 meses.

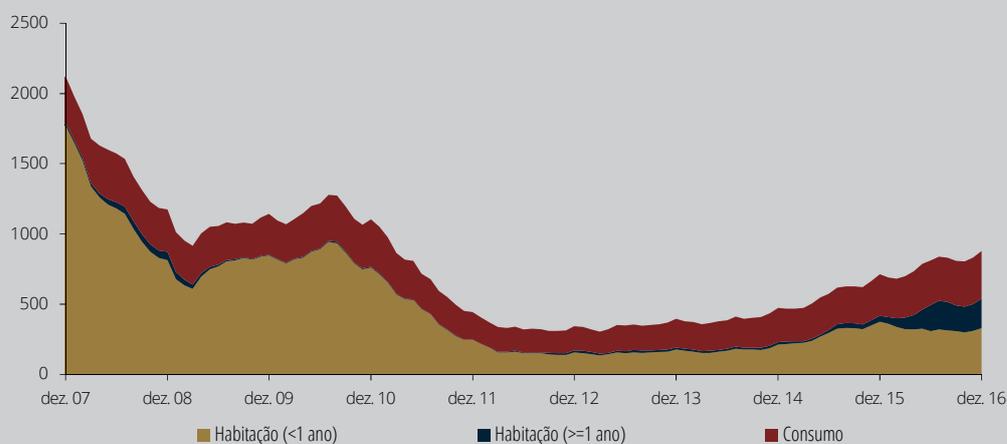


Gráfico 3.6 •
Montante de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Média móvel de 3 meses, em milhões de euros

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: No segmento da habitação consideram-se os montante dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares por prazo de fixação da taxa de juro.

linha com um aumento sustentado da procura, assente especialmente nas melhores perspetivas do mercado da habitação e no nível geral das taxas de juro. Segundo o inquérito, apesar da relativa estabilidade nos critérios de concessão de crédito, a pressão concorrencial entre instituições bancárias e as perspetivas mais favoráveis sobre o mercado de habitação contribuíram para uma menor restritividade na concessão de crédito ao segmento dos particulares. Adicionalmente, várias instituições reportaram o efeito positivo das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas para o aumento do crédito a particulares nos diferentes segmentos.

Continuação do processo de desalavancagem dos particulares, sobretudo no segmento da habitação

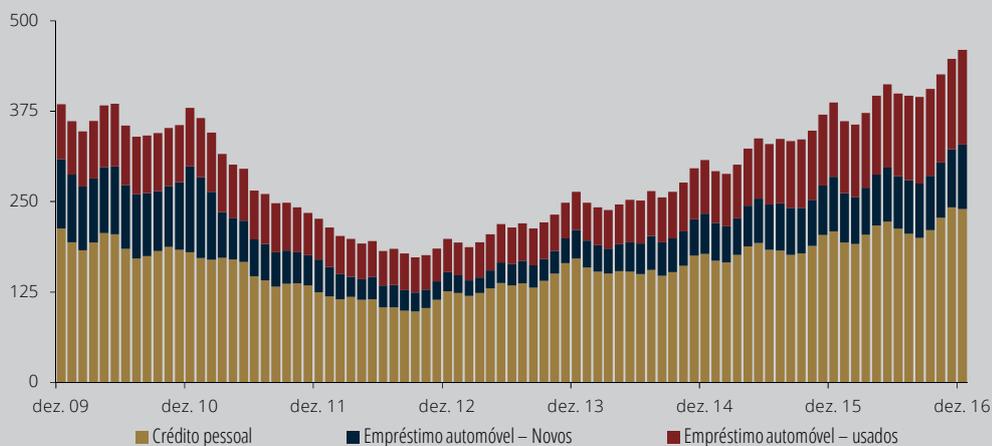
O nível de endividamento total das famílias no final de 2016 situava-se em 75,4 por cento do PIB, o que compara com 79,4 por cento no ano anterior, prosseguindo dessa forma o processo de desalavancagem iniciado em meados de 2011. A taxa de variação anual dos *stocks*

de empréstimos para habitação registou um aumento ligeiro, permanecendo mesmo assim em valores negativos. No segmento do crédito ao consumo a tendência crescente continuou a observar-se, registando uma taxa de variação de 5,7 por cento no final de 2016. No segmento do crédito para outros fins manteve-se a redução do *stock* de empréstimos a uma taxa de cerca de 2,5 por cento para o conjunto do ano (Gráfico 3.8).

As taxas de juro dos novos empréstimos às empresas registaram novos mínimos no final de 2016

As taxas de juro dos novos empréstimos concedidos às empresas mantiveram uma tendência decrescente em 2016, registando um novo mínimo histórico em dezembro, com um valor de 2,8 por cento (Gráfico 3.9). Não obstante, o diferencial face à taxa Euribor estabilizou ao longo do ano. Esta conjugação de fatores demonstra o impacto significativo da política monetária seguida pelo BCE na redução das taxas de juro bancárias.

Gráfico 3.7 •
Montante dos novos contratos de crédito aos consumidores por categoria do crédito | Média móvel de 3 meses, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Montante dos novos contratos de crédito aos consumidores concedidos por instituições financeiras, excluindo os montantes relativos a cartões de crédito, conta corrente e facilidade de descoberto.

A distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos mostra um progressivo aumento da diferenciação de risco

Tendo por base estimativas das probabilidades de incumprimento das sociedades não financeiras portuguesas para o ano de 2016, verifica-se

que a distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos a empresas de menor risco continuou a deslocar-se para valores mais baixos, especialmente através da redução do volume de empréstimos com taxas de juro elevadas para o perfil de risco reduzido da classe (Gráfico 3.10)⁹. O painel b) do Gráfico 3.10 mostra que as taxas de juro de novos empréstimos

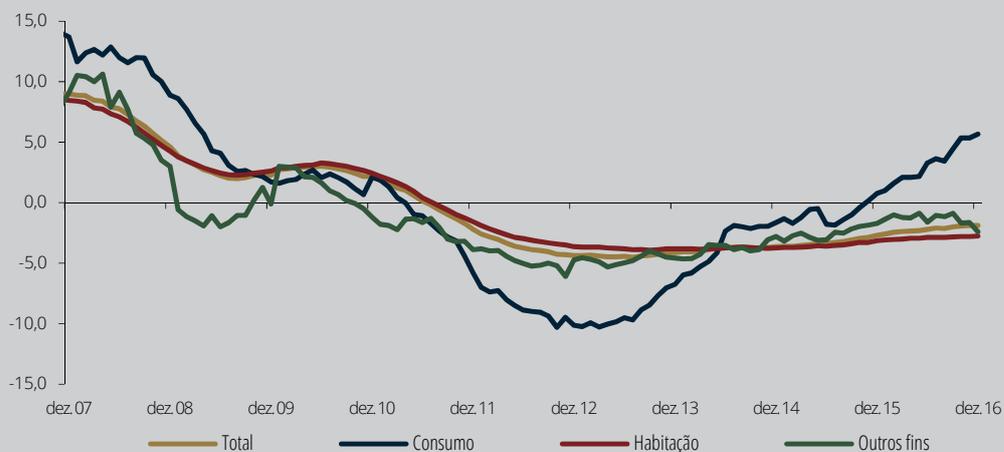


Chart 3.8 •
Empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Taxa de variação anual, em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

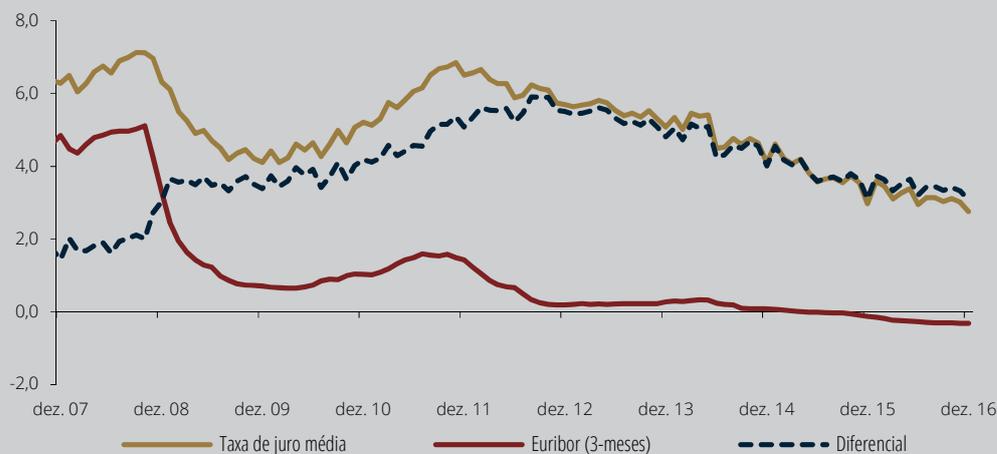


Chart 3.9 •
Taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras | Em percentagem e em pontos percentuais

Fontes: *Consensus Economics*, *Thomson Reuters* e Banco de Portugal.

Notas: A taxa de juro média é calculada com base nos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo. A taxa de juro real corresponde à diferença entre a taxa de juro média e as expectativas de inflação para Portugal para um horizonte de 12 meses.

a empresas de risco elevado continuam a apresentar uma dispersão considerável. No entanto, comparando a distribuição das taxas de juro no último trimestre de 2016 com as do período homólogo de 2015 no segmento de empresas de risco elevado, observa-se uma maior concentração de novos empréstimos com taxas de juro próximas da média. Esta análise poderá sugerir que o mercado se encontra próximo de uma estabilização, não sendo expectáveis reduções adicionais das taxas de juro.

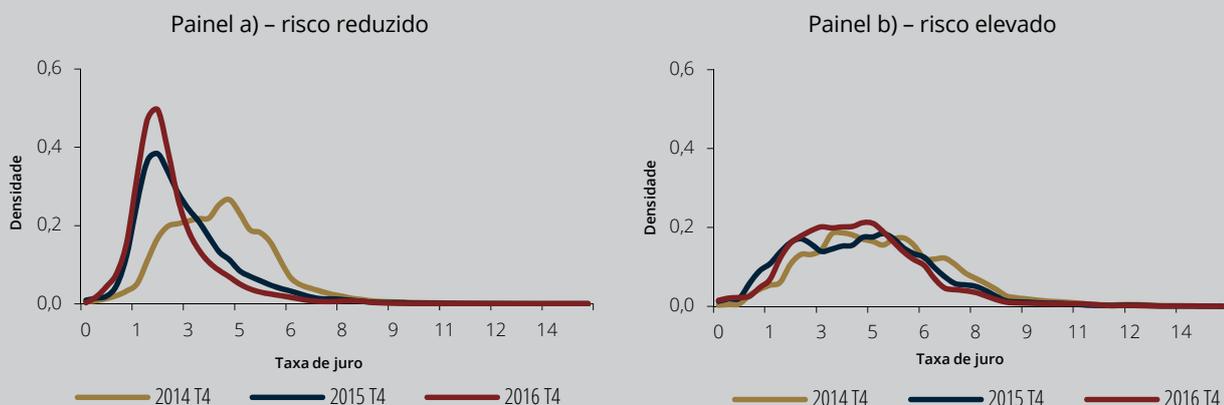
A taxa de variação anual do crédito total concedido a empresas registou valores positivos no segundo semestre de 2016

A taxa de variação anual do crédito total concedido a sociedades não financeiras registou um valor positivo de 0,5 por cento no final de 2016 (Gráfico 3.11)¹⁰. Esta evolução foi afetada por um aumento significativo do crédito obtido junto de entidades não residentes, que contribuiu 3,2 pontos percentuais para a taxa de variação anual. Refira-se que este aumento de crédito se concentrou quase exclusivamente na emissão de títulos de dívida. Em sentido inverso, a

taxa de variação anual do *stock* de crédito concedido por bancos residentes continua negativa, tendo registado um ligeiro agravamento no último trimestre de 2016. No setor financeiro residente verificou-se uma contração especialmente acentuada na concessão de empréstimos, tendo a detenção de títulos de dívida por entidades residentes registado em 2016 uma taxa de variação ligeiramente positiva.

A evolução assimétrica verificada ao nível do crédito concedido por instituições residentes *versus* não residentes verifica-se igualmente em termos da desagregação da evolução do crédito por dimensão de empresas (Gráfico 3.12). Esta assimetria acentuou-se no último trimestre de 2016. Neste período, observou-se uma taxa de variação de 0,4 por cento no crédito às grandes empresas e SGPS, entidades que têm maior facilidade de acesso a instituições financeiras não residentes, e uma taxa de variação de -1,8 por cento do crédito a micro, pequenas e médias empresas. Esta análise é consistente com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito de janeiro de 2017, que indicam um ligeiro aumento na oferta de crédito a grandes empresas e uma redução dos *spreads* aplicados nos empréstimos de risco médio.

Gráfico 3.10 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos a empresas privadas por perfil de risco de crédito

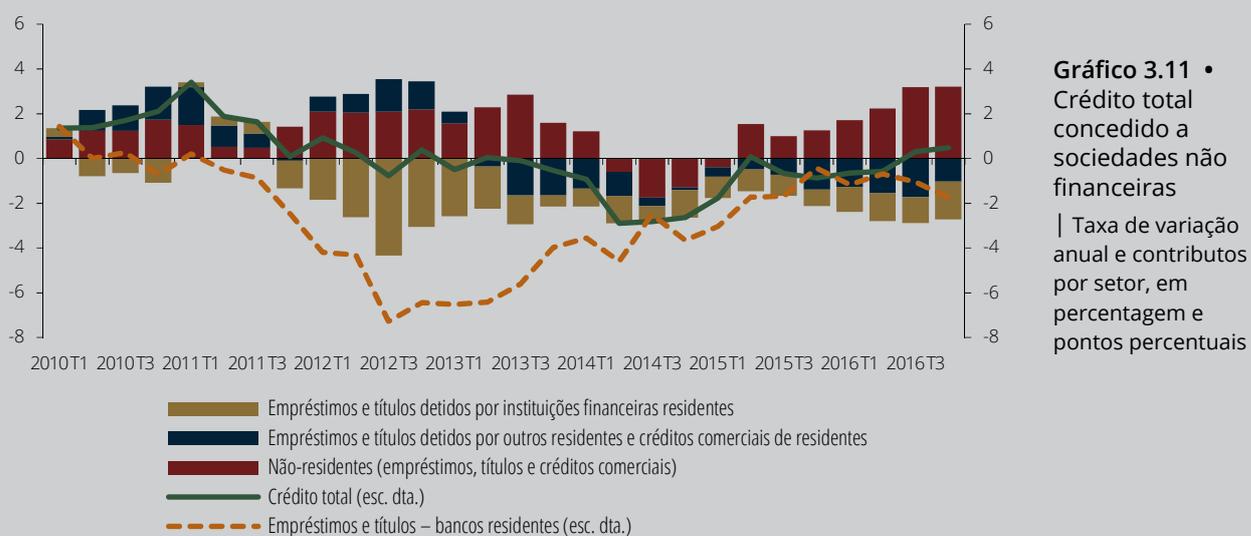


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Taxas de juro ponderadas pelos montantes de crédito. A amostra inclui empresas privadas com fins lucrativos. As empresas de risco reduzido (elevado) correspondem a empresas que se situam nos dois primeiros (últimos) decis da distribuição de risco. O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016.

Em sentido inverso, no segundo semestre de 2016 verificou-se uma redução das diferenças no dinamismo do crédito entre setores de atividade, explicada especialmente pela estabilização da taxa de variação do crédito ao setor do comércio por grosso e retalho, que passou a

estar em linha com os valores registados para a indústria transformadora (Gráfico 3.13). Por último, refira-se que o crédito para os setores da construção e atividades imobiliárias continuou a contrair, observando-se uma taxa de variação anual de quase -7 por cento.



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Consideram-se empréstimos e títulos na posse de bancos residentes. Dados ajustados de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

Os empréstimos bancários continuam a ser canalizados para empresas com melhor perfil de risco

Os empréstimos bancários concedidos por bancos residentes a empresas continuam a apresentar uma evolução diferenciada por perfil de risco (Gráfico 3.14). Apenas as empresas do quartil de

risco mais reduzido continuam a apresentar taxas de variação de empréstimos positivas. No entanto, e embora o *stock* total de empréstimos em situação vencido tenha diminuído, este representa 18 por cento do *stock* total de empréstimos em 2016 (Gráfico 3.15).

Os diferentes padrões de concessão de crédito de acordo com o perfil de risco têm permitido uma redução da concentração do *stock* de

Gráfico 3.13 •
Empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas por setor de atividade | Taxa de variação, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

Gráfico 3.14 •
Crédito concedido por instituições financeiras residentes a empresas privadas por quartil de risco de crédito | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

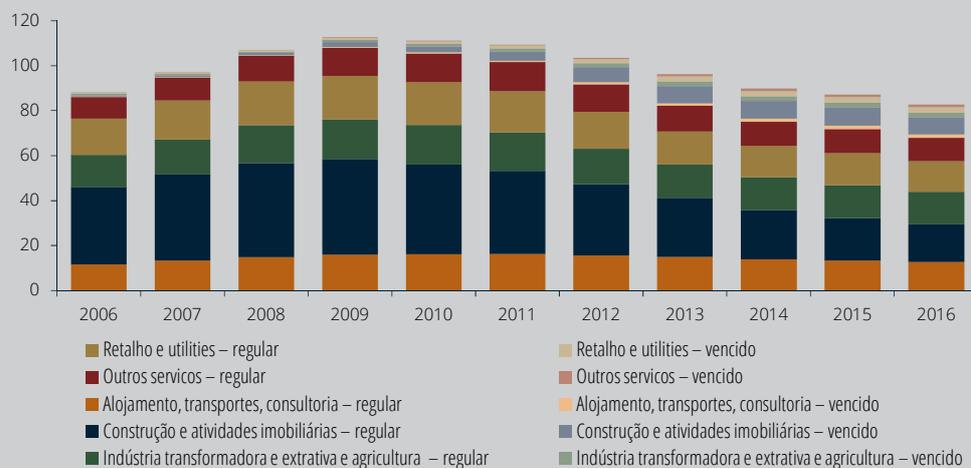
Nota: O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016. A taxa de variação homóloga é calculada como a taxa de variação anual do *stock* de empréstimos em cada mês.

crédito em certos setores de atividades; por exemplo, continuou a redução do peso do crédito (em situação regular) aos setores da construção e atividades imobiliárias, de um máximo de 40,4 por cento do total em 2007 para um peso de 24,6 por cento em 2016.

No que diz respeito ao *stock* de crédito vencido, regista-se que os setores da construção e atividades imobiliárias contribuíram em 2016 com cerca

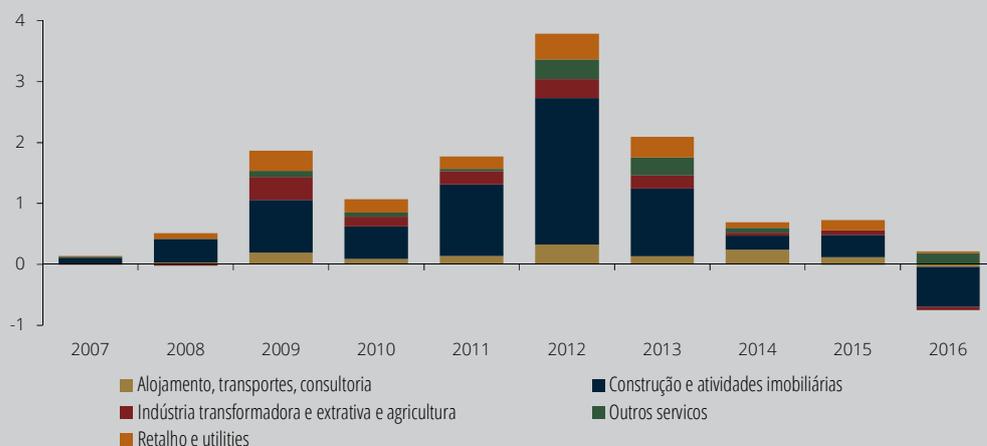
de 0,6 pontos percentuais para a redução dos empréstimos em situação vencido (Gráfico 3.16); em sentido inverso, é de destacar o contributo de quase 0,2 pontos percentuais do setor outros serviços.

Contrariamente ao verificado em 2015, e especialmente em 2014, durante o ano de 2016 voltou a verificar-se uma taxa de variação negativa do crédito concedido a grandes empresas que entraram



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016. A taxa de variação homóloga é calculada como a taxa de variação anual do *stock* de empréstimos em cada mês.



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016. A taxa de variação homóloga é calculada como a taxa de variação anual do *stock* de empréstimos em cada mês.

um evento de crédito no passado (Gráfico 3.17). No que diz respeito ao crédito concedido às micro, pequenas e médias empresas com registo de crédito vencido em anos anteriores, a redução do crédito manteve-se estável durante o ano de 2016.

O risco médio das empresas voltou a diminuir em 2016

O risco médio das empresas com crédito em situação regular voltou a diminuir no ano de 2016,

registando-se uma probabilidade de incumprimento agregada de 5,9 por cento, o que corresponde a um valor ligeiramente inferior ao verificado em 2007 (Gráfico 3.18). Depois de um crescimento no risco médio em 2012 e 2013, importa referir que 2016 foi o terceiro ano consecutivo com reduções neste indicador, em linha com a recuperação da economia portuguesa. Embora a diminuição em 2016 tenha tido uma magnitude inferior, todos os setores de atividade apresentaram um contributo positivo, destacando-se

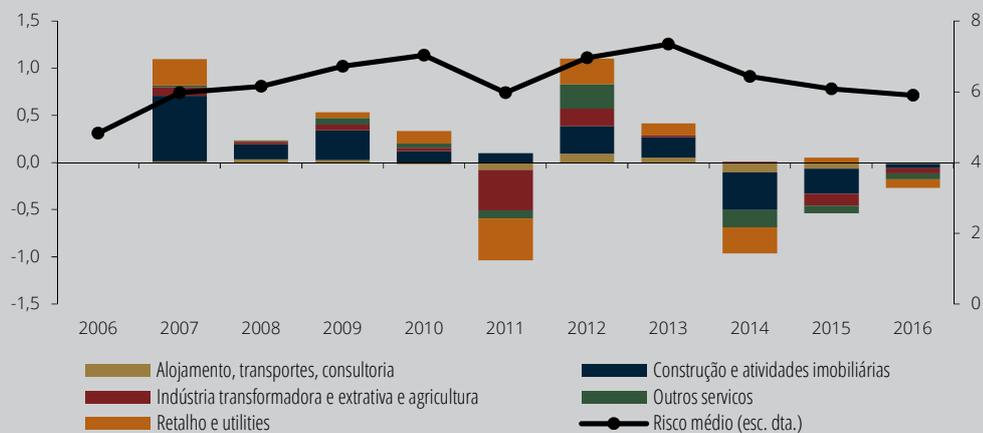
Gráfico 3.17 •
Crédito concedido a empresas com evento de crédito
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Esta análise inclui a evolução do crédito bancário para empresas que entre 2006 e 2016 apresentaram um evento de crédito.

Gráfico 3.18 •
Risco médio das empresas com crédito em situação regular
| Em percentagem e em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

o comércio por grosso e retalho e a eletricidade, gás e água.

O endividamento das empresas diminuiu ligeiramente, em paralelo com a recuperação da rendibilidade

O processo de desalavancagem das sociedades não financeiras continuou em 2016, com o nível de endividamento a situar-se no final do ano em 105,5 por cento do PIB, o que compara com 109,6 por cento no ano anterior¹¹. Embora as comparações internacionais dos rácios de endividamento enfrentem dificuldades estatísticas, as empresas portuguesas evidenciaram uma desalavancagem mais intensa do que as suas congéneres da área do euro.

As estatísticas das empresas não financeiras da central de balanços relativas ao ano completo de 2015 confirmam que o seu rácio de endividamento continuou a melhorar (Gráfico 3.19). Com exceção do setor dos serviços e alojamento, esta diminuição observou-se nos diferentes setores de atividade e é parcialmente explicada

pela saída de empresas no mercado (Caixa 3.2.1: "A dinâmica de mercado e a desalavancagem das empresas portuguesas"). Paralelamente, ocorreu um aumento generalizado no rácio de rendibilidade das empresas. Esta melhoria verificou-se em todos os setores de atividade, sendo de registar que no caso do comércio por grosso e transportes e nos serviços e alojamento, os níveis de rendibilidade em 2015 foram superiores aos verificados em 2007. Observa-se que os diferentes setores de atividade continuam a registar diferenças no que diz respeito à evolução da relação entre endividamento e rendibilidade. Embora registem melhorias face ao passado, verifica-se que os setores da construção e atividades imobiliárias continuam a evidenciar níveis elevados de endividamento e níveis de rendibilidade reduzidos. Em sentido inverso, os setores da indústria transformadora, extrativa e agricultura apresentaram o nível de endividamento mais baixo e o nível de rendibilidade mais elevado. Registe-se ainda o crescimento acentuado do nível de endividamento do setor dos serviços e alojamento, sem que tenha ocorrido uma variação significativa ao nível da rendibilidade do setor.

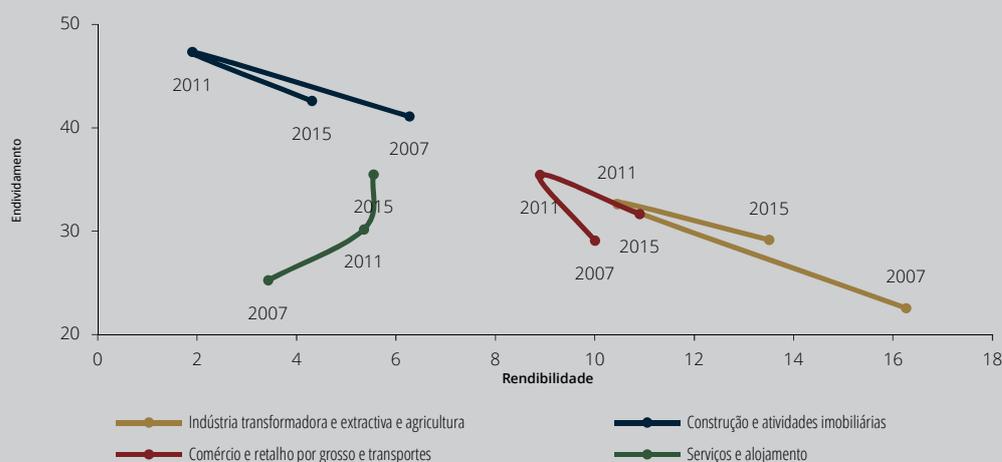


Gráfico 3.19 •
Rácio de endividamento e rendibilidade
| Em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Rácio de endividamento foi calculado como a soma do endividamento total dividido pela soma do total dos ativos. O rácio de rendibilidade foi calculado como o EBITDA dividido pela soma do capital próprio e endividamento total.

Caixa 3.2.1 | A dinâmica de mercado e a desalavancagem das empresas portuguesas

A crise económica e financeira de 2008 evidenciou os efeitos negativos do endividamento excessivo das empresas portuguesas na estabilidade financeira e no crescimento económico. O Programa de Assistência Económica e Financeira identificou a desalavancagem do setor privado, incluindo o sistema financeiro, como importante para o ajustamento da economia portuguesa. Neste contexto, estima-se que entre o final de 2012 e o final de 2015 o endividamento das empresas não financeiras portuguesas em proporção do ativo tenha diminuído cerca de 4 p.p. para cerca de 49 por cento, representando 118 por cento do PIB no final deste período¹².

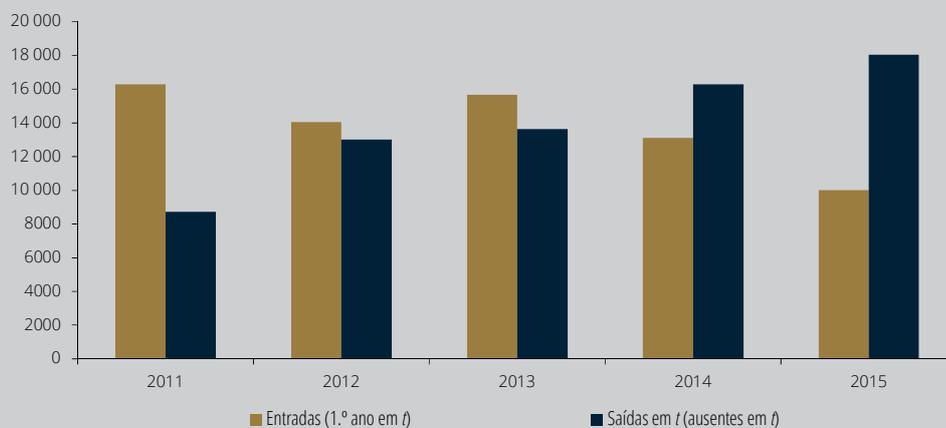
Paralelamente ao processo de desalavancagem observado nos últimos anos no setor privado, verificou-se um aumento no número de empresas que encerraram a atividade¹³. Assim, importa perceber de que forma esta dinâmica de mercado contribuiu para explicar o processo de desalavancagem das empresas portuguesas.

Considerou-se a informação contabilística reportada no inquérito Informação Empresarial Simplificada (IES)¹⁴. Esta base de dados permite identificar a saída e a entrada de empresas do mercado entre 2010 e 2015. A saída de uma empresa do mercado no ano t é definida pela sua ausência na IES desse ano desde que tal não constitua uma intermitência¹⁵ de reporte. A entrada de uma empresa é identificada através do primeiro ano de reporte à IES. O Gráfico 1 apresenta o número de novas empresas e de empresas que encerraram atividade entre 2010 e 2015.

A medida de dívida considerada na análise inclui os financiamentos obtidos pela empresa reportados na IES (empréstimos obtidos e títulos de dívida emitidos). De acordo com esta informação, a dívida total do conjunto das empresas não financeiras diminuiu cerca de 3,4 por cento em 2014 e 6,0 por cento em 2015 (Gráfico 2).

O Gráfico 3 apresenta os contributos para esta variação da dívida das empresas não financeiras, considerando o conjunto das novas, das que encerraram a atividade e das que permaneceram em atividade no período entre 2011 e 2015. O contributo das empresas novas para a evolução agregada da dívida é reduzido, em contraste com o contributo significativo das empresas que encerram a atividade. O contributo negativo para a variação da dívida decorrente da saída de empresas do

Gráfico 1 • Entradas e saídas de empresas



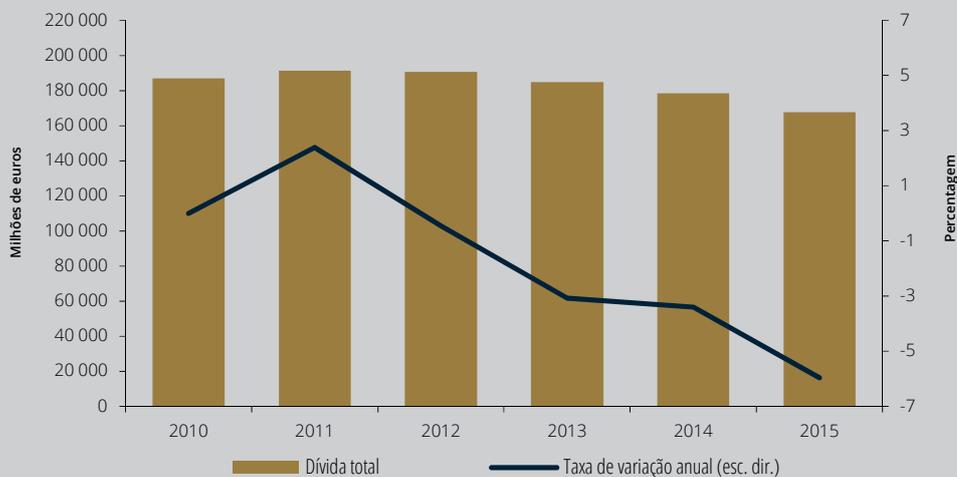
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O total das empresas inclui as sociedades não financeiras privadas exceto as empresas do setor das atividades financeiras e seguradoras.

mercado foi particularmente evidente em 2015¹⁶. Por seu turno, a dívida das empresas que permaneceram em atividade registou um aumento significativo em 2011, consideravelmente menos acentuado em 2012, e reduziu-se nos anos seguintes.

No entanto, note-se que a saída das empresas do mercado não implica necessariamente que os seus montantes de crédito desapareçam dos saldos de crédito registados nos balanços das instituições financeiras, os quais constituem a principal base de informação para a análise do crescimento de crédito concedido pelo sistema financeiro. Com efeito, mesmo após o encerramento de uma empresa, a existência de ativos e de garantias pessoais permite que uma parte da dívida possa ainda ser amortizada. Esta diferença entre a informação da IES e a do balanço das instituições financeiras não é explorada nesta caixa.

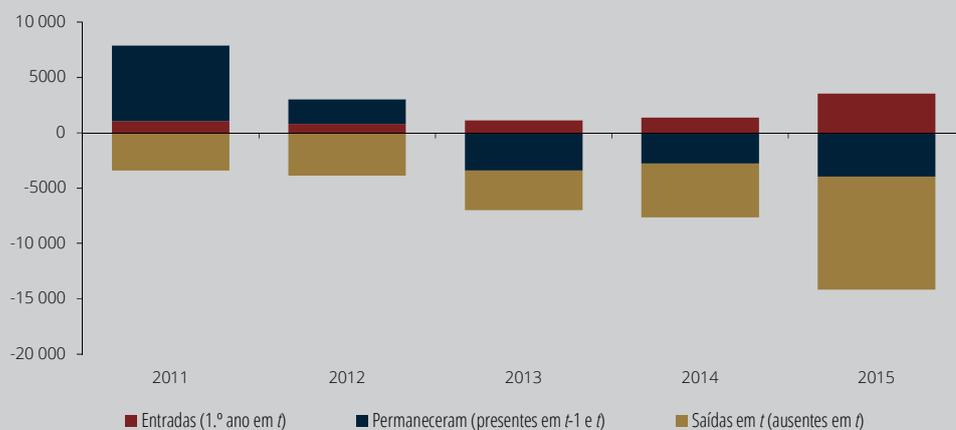
Gráfico 2 • Dívida total de sociedades não financeiras privadas | Taxa de variação anual



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A dívida inclui empréstimos e títulos emitidos. O total das empresas inclui as sociedades não financeiras privadas exceto empresas do setor das atividades financeiras e seguradoras.

Gráfico 3 • Contributos para a variação da dívida por dinâmica das empresas | Milhões de euros



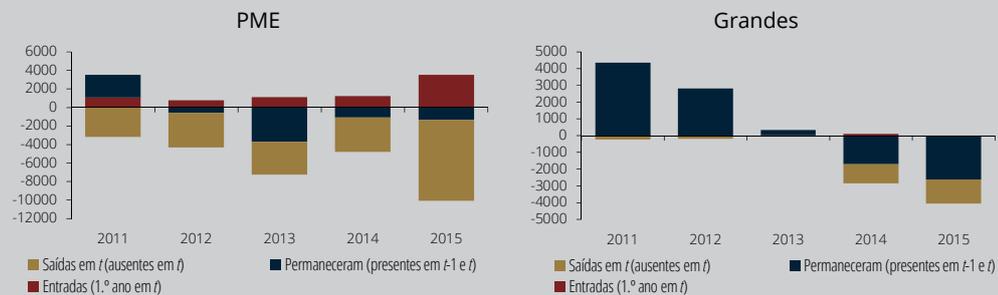
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A dívida inclui empréstimos e títulos emitidos. O total das empresas inclui as sociedades não financeiras privadas exceto empresas do setor das atividades financeiras e seguradoras.

O Gráfico 4 apresenta os contributos para a variação da dívida por dimensão da empresa. A redução da dívida decorrente da saída de empresas está concentrada nas de menor dimensão. É ainda de notar a desacumulação de dívida das empresas grandes que permaneceram no mercado em 2014 e em 2015.

A decomposição dos contributos para a variação da dívida por setor de atividade económica revela que a saída de empresas do setor da construção teve um impacto significativo na redução da dívida, em particular no último ano (Gráfico 5). Nas empresas do setor do comércio observou-se uma diminuição significativa da dívida daquelas que permaneceram no mercado nos anos de 2012 e 2013. A redução da dívida das empresas que saem do mercado neste setor é particularmente relevante em 2015. No setor da indústria transformadora, é notória a redução da dívida verificada no grupo das empresas que permaneceram no mercado em 2014 e das que encerraram atividade em 2015.

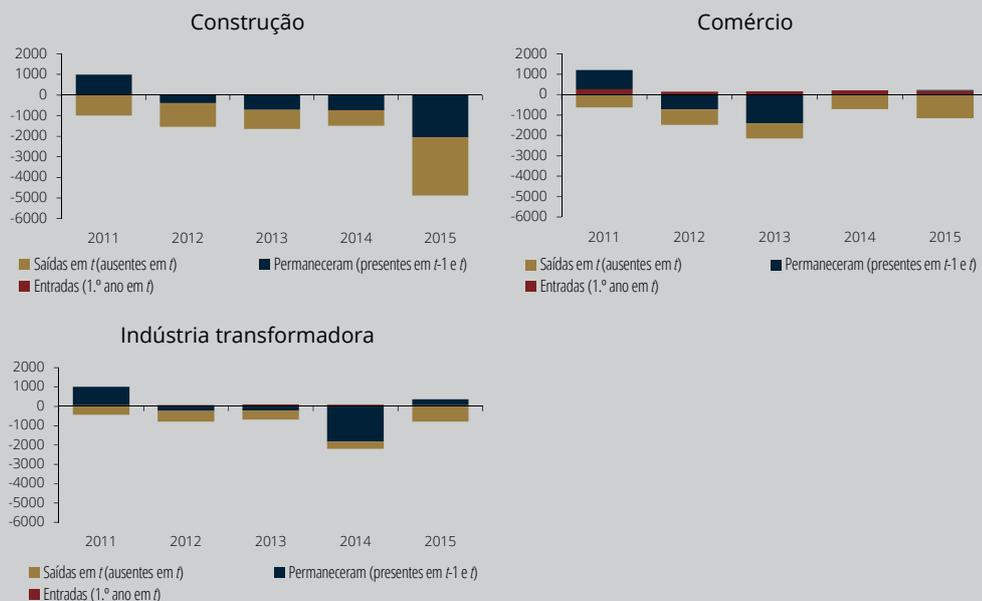
Gráfico 4 • Contributos para a variação da dívida por dinâmica das empresas
| Por dimensão da empresa, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A dívida inclui empréstimos e títulos emitidos. O total das empresas inclui as sociedades não financeiras privadas exceto empresas do setor das atividades financeiras e seguradoras.

Gráfico 5 • Contributos para a variação da dívida por dinâmica das empresas
| Por setor de atividade da empresa, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: A dívida inclui empréstimos e títulos emitidos. O total das empresas inclui as sociedades não financeiras privadas exceto empresas do setor das atividades financeiras e seguradoras.

Neste contexto de desalavancagem das empresas, importa aprofundar de que forma a dinâmica de mercado contribuiu para o endividamento e rentabilidade das empresas. A análise empírica abaixo decompõe a evolução do endividamento e da rentabilidade das empresas portuguesas no período compreendido entre 2010 e 2015, de acordo com a dinâmica de mercado e idade. A análise categoriza as empresas de acordo com a idade: empresas *novas* são as que têm dois ou menos anos no mercado, empresas *vintage* são as que têm mais de dois anos e menos de cinco, e empresas estabelecidas são as que têm mais de cinco anos. De seguida, estimou-se a seguinte equação:

$$y_{it} = \beta_0 + \alpha_i + \delta_t + \gamma_s + \beta_1 Saída_{it} + \beta_2 Entrada_{it} + \beta_3 Nova_{it} + \beta_4 Vintage_{it} + u_{it}$$

em que y_{it} assume dois indicadores: endividamento (rácio da dívida total no ativo) e rentabilidade (rácio do EBIT¹⁷ no ativo) da empresa i no ano t . As variáveis *Saída* e *Entrada* são binárias e iguais a um para empresas que saem e entram no mercado, respetivamente. As variáveis *Nova* e *Vintage* são também binárias e assumem o valor de um no caso de empresas novas e com idades entre dois e cinco anos, respetivamente. Finalmente, os termos α_i , δ_t e γ_s denotam um conjunto de efeitos da empresa, tempo e setor, respetivamente. Os efeitos da empresa e do setor permitem controlar para as respetivas características específicas (observadas e não observadas), desde que sejam constantes ao longo do tempo. Por sua vez, os efeitos temporais pretendem captar a posição cíclica da economia. Note-se que neste caso o grupo de comparação são as empresas estabelecidas que permaneceram no mercado. Para evitar a presença de valores extremos, não se consideraram observações dos indicadores acima do percentil 99 e abaixo do percentil 1. Refira-se ainda que foi utilizado o estimador de efeitos fixos em painel.

Os resultados da estimação são apresentados no Quadro 1. De acordo com as estimativas, as empresas que saem do mercado são as mais endividadas e as menos rentáveis. Por sua vez, as empresas recém-entradas no mercado são menos endividadas e menos rentáveis do que as empresas incumbentes mais antigas. Em particular, em média, empresas que saem do mercado são cerca de 33,9 pontos percentuais mais endividadas e 4,93 pontos percentuais menos rentáveis do que as empresas incumbentes mais antigas. Esta dinâmica de seleção sugere que a melhoria da situação financeira agregada das empresas portuguesas se deve em parte à saída do mercado das empresas mais endividadas e menos rentáveis.

Quadro 1 • Resultados da estimação do modelo de efeitos fixos em painel

	Endividamento	Rentabilidade
Entrada	-0.0332*** (0.0031)	-0.0413*** (0.0018)
Saída	0.3386*** (0.0047)	-0.0493*** (0.0024)
Nova	-0.0603*** (0.0037)	-0.0543*** (0.0026)
Vintage	-0.0223*** (0.0025)	-0.0067*** (0.0016)
Observações	2,001,156	1,063,059

Notas: *, **, *** denotam significância estatística a 1, 5 e 10 por cento, respetivamente. A estimação inclui efeitos fixos da empresa, setor e tempo. Erros-padrão robustos e *clustered* ao nível da empresa entre parêntesis.

4. Política e situação orçamental

O défice das administrações públicas reduziu-se de uma forma significativa, num contexto de estabilização do saldo estrutural e de redução do saldo primário estrutural

Em 2016, o défice das administrações públicas ascendeu a 2,0 por cento do PIB, o que constitui um nível historicamente baixo (Quadro 4.1). Este valor situa-se abaixo do objetivo oficial incluído no OE2016 (2,2 por cento do PIB), da estimativa revista no âmbito do OE2017 (2,4 por cento do PIB) e do limite fixado pelo Conselho da União Europeia em agosto de 2016 (2,5 por cento do PIB).

O défice registou uma melhoria de 2,3 p.p. face ao ano anterior, sobretudo em resultado da

variação do efeito de medidas temporárias (Gráfico 4.1). Em 2015 o saldo das administrações públicas foi negativamente afetado pelo impacto da resolução do BANIF (em -1,4 por cento do PIB) e em 2016 o efeito de medidas consideradas como temporárias correspondeu à receita com os pagamentos integrais efetuados no âmbito do Programa Especial de Redução do Endividamento ao Estado (PERES) e à devolução pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF) de montantes pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira¹⁸. No seu conjunto, estes efeitos beneficiaram o saldo orçamental de 2016 em 0,4 por cento do PIB. Assim, a redução do défice orçamental corrigido de medidas temporárias cifrou-se em 0,5 p.p. do PIB, dos quais 0,3 p.p. dizem respeito à redução da despesa com juros da dívida pública.

Quadro 4.1 • Principais indicadores orçamentais | Em percentagem do PIB

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Varição 2016-2015 ^(a)
Saldo total (1)	-11,2	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2	-4,4	-2,0	2,3
Medidas temporárias e fatores especiais ^(a) (2)	-2,8	-0,2	0,0	0,3	-3,6	-1,4	0,4	1,8
Saldo total excluindo medidas temporárias e fatores especiais (3=1-2)	-8,4	-7,2	-5,6	-5,2	-3,6	-3,0	-2,4	0,5
Componente cíclica (4)	1,5	0,6	-1,7	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	0,5
Saldo estrutural^(b) (5=3-4)	-9,9	-7,9	-3,9	-2,9	-2,2	-2,4	-2,3	0,0
Despesa em juros (6)	2,9	4,3	4,9	4,9	4,9	4,6	4,2	-0,3
Saldo primário estrutural (7=5+6)	-7,0	-3,5	1,0	2,0	2,7	2,2	1,9	-0,3
Receita estrutural (em percentagem do PIB tendencial)^(b)	39,9	42,0	43,1	44,9	44,9	44,1	42,5	-1,6
Despesa primária estrutural (em percentagem do PIB tendencial)^(b)	47,1	45,6	42,2	43,0	42,3	42,0	40,6	-1,3
Dívida pública	96,2	111,4	126,2	129,0	130,6	129,0	130,4	1,4
Varição da dívida pública (em p.p.)	12,6	15,2	14,8	2,8	1,6	-1,6	1,4	-
(-) saldo primário	8,2	3,1	0,8	0,0	2,3	-0,2	-2,2	-
Diferencial entre efeitos dos juros e do crescimento do PIB	0,8	6,4	10,0	3,5	2,8	-0,1	0,5	-
Ajustamentos défice-dívida	3,5	5,8	4,0	-0,6	-3,5	-1,3	3,1	-

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: a) São considerados fatores especiais as transações que afetam pontualmente o défice das administrações públicas, mas que, de acordo com a definição do Eurosistema, não podem ser tratadas como medidas temporárias. (b) Os valores estruturais são ajustados do ciclo e dos efeitos de medidas temporárias e de fatores especiais. As componentes cíclicas e as medidas temporárias são apuradas pelo Banco de Portugal de acordo com as metodologias utilizadas no Eurosistema.

De acordo com a metodologia de ajustamento cíclico adotada no contexto do Eurosistema, a evolução da atividade económica terá dado um contributo positivo para os desenvolvimentos orçamentais, explicando 0,5 p.p. da melhoria do défice. Deste modo, ter-se-á verificado em 2016 uma estabilização do saldo estrutural¹⁹. No que respeita ao saldo primário estrutural, que exclui o impacto da despesa em juros, o mesmo terá registado pelo segundo ano consecutivo uma redução (em 0,3 p.p. do PIB tendencial).

A redução do saldo primário estrutural em 2016 reflete uma diminuição da receita estrutural em 1,6 p.p. do PIB tendencial, maior do que a

contração em 1,3 p.p. registada pela despesa primária estrutural (Gráfico 4.2). Em particular, em termos estruturais, quer a carga fiscal e contributiva, quer a receita não fiscal, diminuíram em rácio do PIB tendencial (respetivamente -0,9 p.p. e -0,7 p.p.).

A queda da receita estrutural esteve muito associada à evolução das receitas fiscais

Em termos efetivos, a receita fiscal e contributiva aumentou 2,2 por cento em 2016, refletindo o crescimento da receita de impostos sobre



Gráfico 4.1 •
Decomposição da variação do saldo orçamental das administrações públicas
| Em pontos percentuais do PIB tendencial

Fontes: INE e Banco de Portugal.

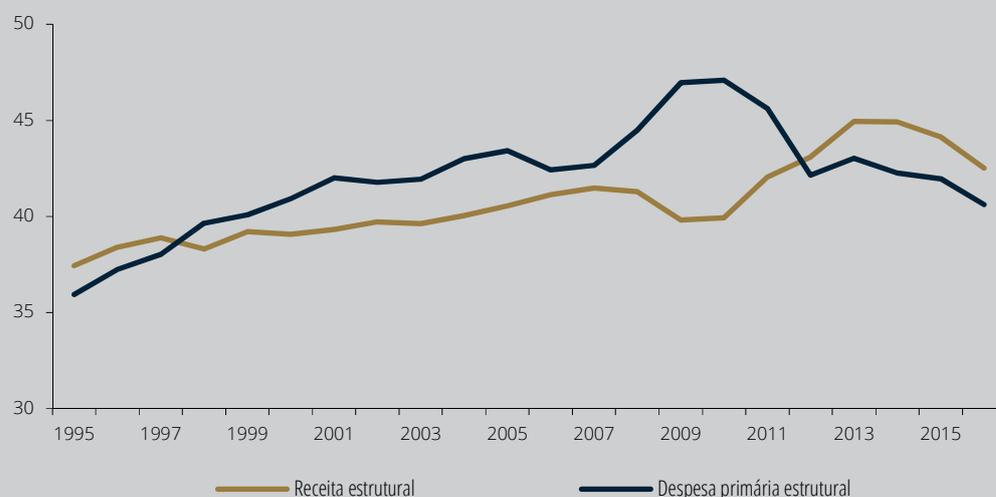


Gráfico 4.2 •
Evolução estrutural da receita e da despesa primária
| Em percentagem do PIB tendencial

Fontes: INE e Banco de Portugal.

a produção e a importação e das contribuições sociais. A atividade económica terá dado um contributo positivo para os desenvolvimentos relativos à receita fiscal e contributiva. Esta evolução beneficiou ainda da receita arrecadada no âmbito do PERES, uma parte da qual tem, como referido atrás, um carácter temporário. A carga fiscal e contributiva estrutural, i.e., corrigida do impacto do ciclo e de medidas temporárias, registou em 2016 uma estabilização face ao ano anterior, o que tem subjacente uma redução em 0,9 p.p. do PIB tendencial (Gráfico 4.3). Estes desenvolvimentos são essencialmente explicados pela queda da receita de impostos sobre o rendimento e património (-0,8 p.p.), refletindo o impacto de medidas de política fiscal implementadas não só em 2016, mas também em anos anteriores (Caixa 4.1: "Evolução estrutural da receita fiscal em 2016").

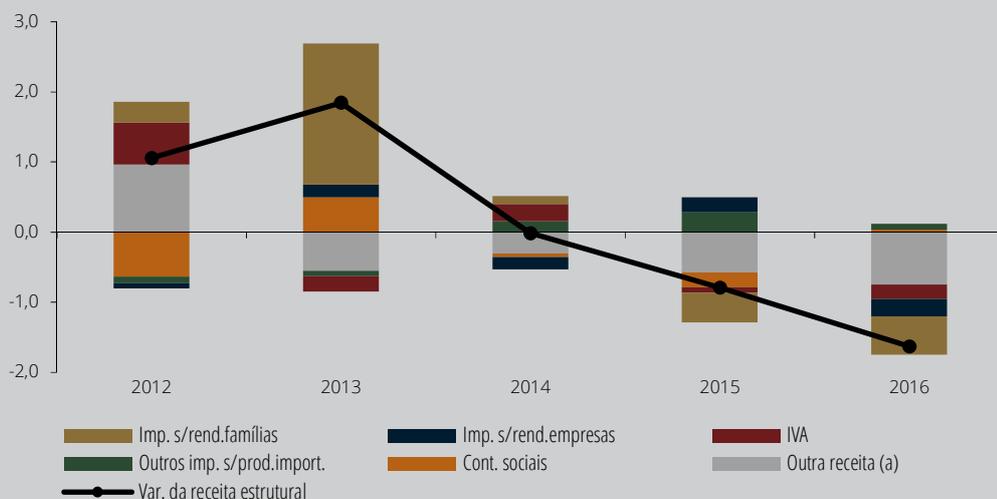
Quanto à receita não fiscal, registou-se em 2016 uma redução de 6,3 por cento face ao ano anterior, decorrente da diminuição da outra receita corrente (incluindo as vendas de bens e serviços) e da receita de capital. A diminuição de 3,7 por cento da outra receita corrente reflete quedas na maioria das rubricas que a compõem, com destaque para os juros e dividendos. Por

seu turno, a receita de capital diminuiu 27,9 por cento em termos efetivos. Note-se que esta evolução ocorre apesar do montante relativo à devolução das margens anteriormente pagas ao FEEF, o qual, como referido anteriormente, tem um impacto temporário. Assim, a variação da receita de capital corrigida de medidas temporárias seria mais negativa, situando-se em -51,0 por cento, em resultado da redução significativa das transferências de capital provenientes da União Europeia com correspondência em despesa no ano.

A redução da despesa das administrações públicas assentou primordialmente na diminuição do investimento

A diminuição estrutural da despesa primária esteve muito associada à redução da despesa de capital. Corrigindo o efeito de medidas temporárias com impacto em 2015, a redução da despesa de capital cifrou-se em 0,9 p.p. do PIB tendencial²⁰. Esta evolução decorreu em larga medida da redução do investimento público (Gráfico 4.4). Em particular, em 2016, o investimento público diminuiu 30,9 por cento em termos

Gráfico 4.3 •
Contributos para a
variação estrutural
da receita
| Em pontos
percentuais do
PIB tendencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A outra receita inclui as componentes "outras receita correntes", incluindo as vendas de bens e serviços, e as "receitas de capital".

nominais, o que esteve parcialmente associado a um efeito-base resultante do registo da aquisição de ativos imobiliários pela Oitante em 2015 no âmbito da resolução do BANIF e pelo registo de entregas de material militar em 2016²¹. Com efeito, a variação do investimento pública corrigida destes fatores situa-se em -24,8 por cento. Tal diminuição terá refletido, em parte, uma redução de receitas de fundos da União Europeia e foi particularmente relevante no subsector dos Serviços e Fundos Autónomos. No que se refere às outras despesas de capital corrigidas de medidas temporárias, observou-se igualmente uma redução em rácio do PIB tendencial (0,3 p.p.), refletindo um conjunto de efeitos-base que em 2015 contribuíram para um crescimento pontual destas despesas²².

A despesa com prestações sociais em dinheiro registou em 2016 um aumento de 1,3 por cento, quer em termos efetivos, quer em termos estruturais, tendo diminuído 0,2 p.p. em rácio do PIB tendencial. A despesa com o pagamento de subsídios de desemprego diminuiu 14,3 por cento em termos efetivos (14,1 por cento em termos estruturais). Esta evolução decorreu de uma significativa redução do número de desempregados subsidiados, que foi mais acentuada

do que a registada no total de desempregados da economia, e de um ligeiro aumento do subsídio médio. Em 2016, a despesa com pensões cresceu 1,5 por cento. Enquanto a despesa com pensões da CGA quase estabilizou devido ao menor crescimento do número de reformados, a despesa com pensões do regime geral cresceu 2,4 por cento. Esta evolução é parcialmente explicada pelo aumento do número de pensionistas de velhice e pela atualização das pensões mais baixas, pela primeira vez desde 2010. No que se refere às prestações sociais em espécie, verificou-se uma diminuição de 0,7 por cento, associada à menor despesa com o setor da saúde.

Em 2016, as despesas com pessoal e o consumo intermédio permaneceram constantes em rácio do PIB tendencial. No caso das despesas com pessoal, registou-se um aumento de 2,8 por cento, depois de dois anos de variações negativas. Esta evolução é explicada pelo crescimento dos vencimentos em resultado da reversão integral da redução remuneratória em vigor desde 2011 e, numa menor medida, da evolução do número de funcionários das administrações públicas²³. Com efeito, em 2016, num contexto em que o número de horas de trabalho semanal na

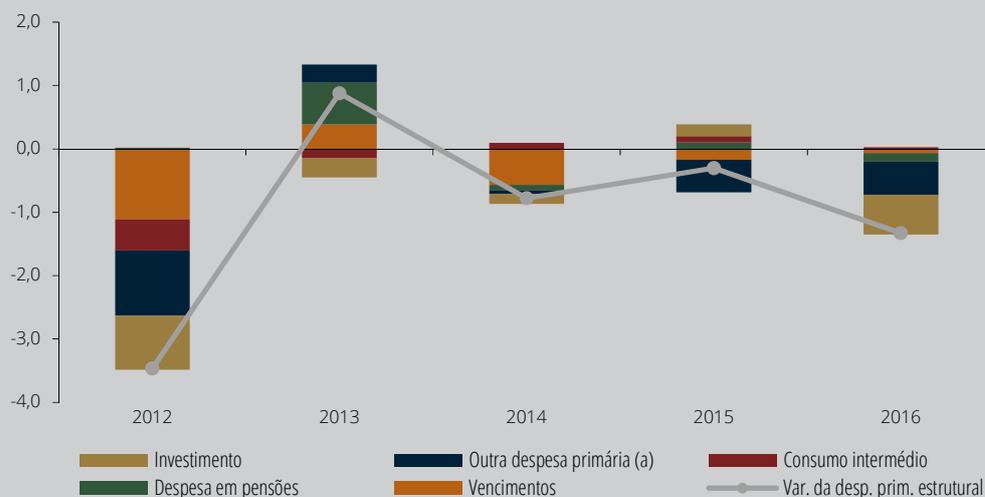


Gráfico 4.4 •
Contributos para a variação estrutural da despesa primária
| Em pontos percentuais do PIB tendencial

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A outra despesa primária inclui as prestações sociais excluindo as pensões, as contribuições sociais das administrações públicas, os subsídios e as outras despesas correntes e de capital.

administração pública foi reduzido de 40 para 35, o número de funcionários registou, pela primeira vez desde 2011, uma variação média trimestral positiva. No que respeita ao consumo intermédio, o aumento de 2,9 por cento encontra-se muito influenciado pelo crescimento dos encargos com parcerias público-privadas do setor rodoviário, que voltou a ser significativo. Excluindo o contributo destes encargos, verificou-se uma desaceleração desta rubrica da despesa face ao observado no ano anterior.

O rácio da dívida pública registou um aumento, associado a uma significativa acumulação de depósitos

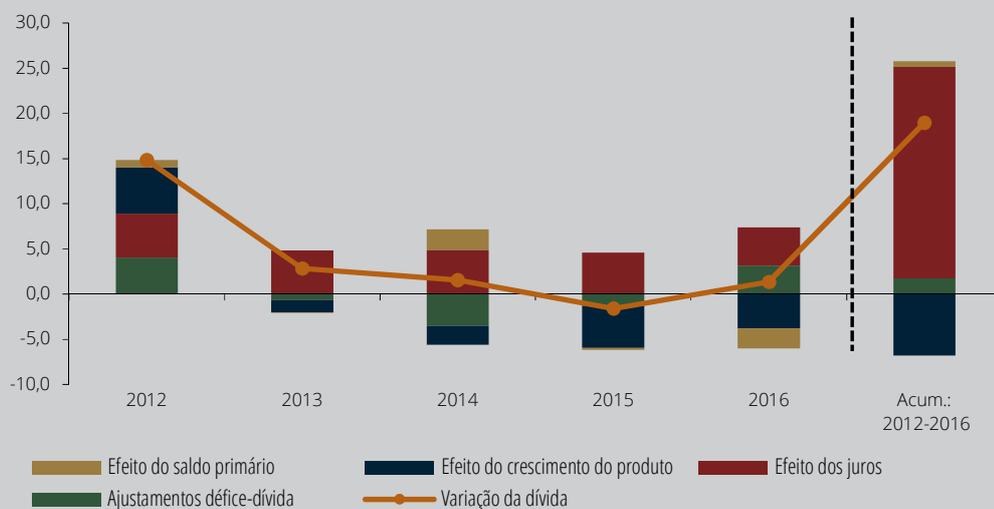
No final de 2016, a dívida das administrações públicas situou-se em 130,4 por cento do PIB, 1,4 p.p. acima do valor registado no final do ano anterior. Num contexto em que o saldo primário contribuiu para reduzir o rácio da dívida (em -2,2 p.p. do PIB), a variação registada foi essencialmente explicada pelos ajustamentos défice-dívida (3,1 p.p. do PIB). O facto de a taxa de juro implícita da dívida ser superior à taxa de crescimento

nominal do PIB contribuiu também para o aumento do rácio (em 0,5 p.p. do PIB) (Gráfico 4.5).

No que se refere aos ajustamentos défice-dívida, o valor registado em 2016 é explicado quase integralmente pelo aumento de depósitos detidos pelas administrações públicas, num montante equivalente a 2,4 p.p. do PIB. A acumulação de depósitos terá estado relacionada com a necessidade de financiar o aumento de capital do Estado na Caixa Geral de Depósitos, que ocorreu no início de 2017. Assim, o rácio da dívida líquida de depósitos das administrações públicas registou em 2016 uma redução de 118,9 para 118,1 por cento do PIB.

Note-se que, à semelhança do ocorrido em 2015, foi realizada em 2016 a amortização antecipada de uma parte do empréstimo concedido pelo FMI no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira (2,4 por cento do PIB). Esta amortização contribuiu para a redução da percentagem de dívida detida por não residentes de 66,5 por cento no final de 2015 para 58,2 por cento no final de 2016 (Gráfico 4.6), tendo sido o seu efeito reforçado pelo aumento da importância do Banco de Portugal enquanto detentor de dívida pública portuguesa, refletindo a extensão do programa de compra de ativos

Gráfico 4.5 •
Contributos para a
variação da dívida
pública em rácio
do PIB
| Em pontos
percentuais do PIB



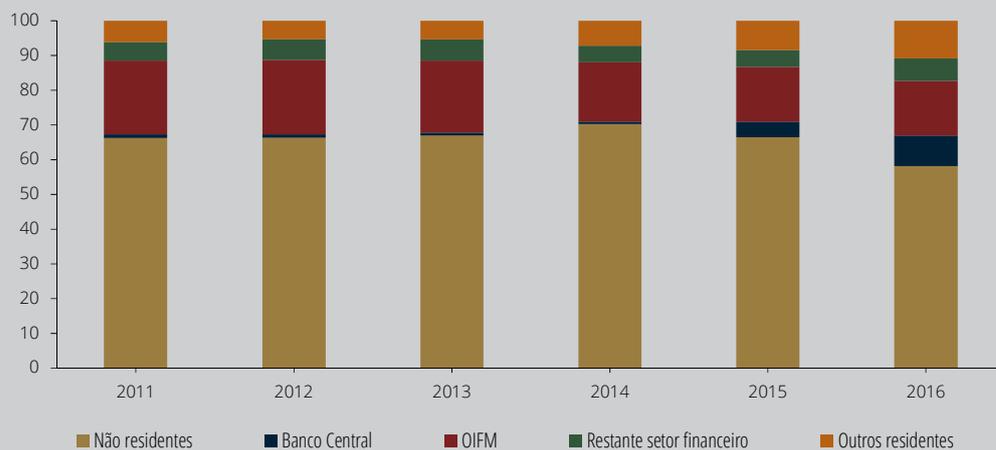
Fontes: INE e Banco de Portugal.

do Eurosistema a obrigações soberanas²⁴. Mais especificamente, entre 2014 e 2016 a percentagem de dívida pública detida pelo Banco Central aumentou de 0,7 para 8,8 por cento, traduzindo-se num aumento da exposição do Banco Central ao risco soberano. Esta evolução ocorreu por contrapartida da redução do peso dos não residentes e, numa menor medida, das OIFM enquanto detentores de dívida.

Ao longo de 2016, o Estado português participou regularmente no mercado de dívida soberana. Num contexto em que se assistiu a um alargamento do diferencial do custo de financiamento

a 10 anos da dívida portuguesa face à dívida alemã, as taxas de colocação dos títulos de longo prazo foram superiores às verificadas ao longo de 2015 (Gráfico 4.7). Em particular, em 2016 a taxa média dos leilões de Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos situou-se em 3,1 por cento, o que compara com 2,3 por cento no ano anterior. No que diz respeito às emissões de curto prazo, verificou-se uma ligeira redução na taxa de juro média dos leilões de Bilhetes do Tesouro, de 0,04 para 0,02 por cento.

A despesa das administrações públicas com o serviço da dívida diminuiu de 4,6 para 4,2 por



Fonte: Banco de Portugal.



Gráfico 4.7 •
Taxas de rendibilidade da dívida pública a dez anos
| Em percentagem

Fonte: Thomson Reuters.

cento do PIB no ano em análise, tendo subjacente uma redução da taxa de juro implícita de 3,6 por cento em 2015 para 3,3 por cento em 2016²⁵. Esta evolução decorre, por um lado, do decréscimo dos encargos com juros associados aos empréstimos do Programa de Assistência Económica e Financeira e, por outro, da amortização de Obrigações do Tesouro com taxas mais elevadas do que as aplicáveis às novas emissões.

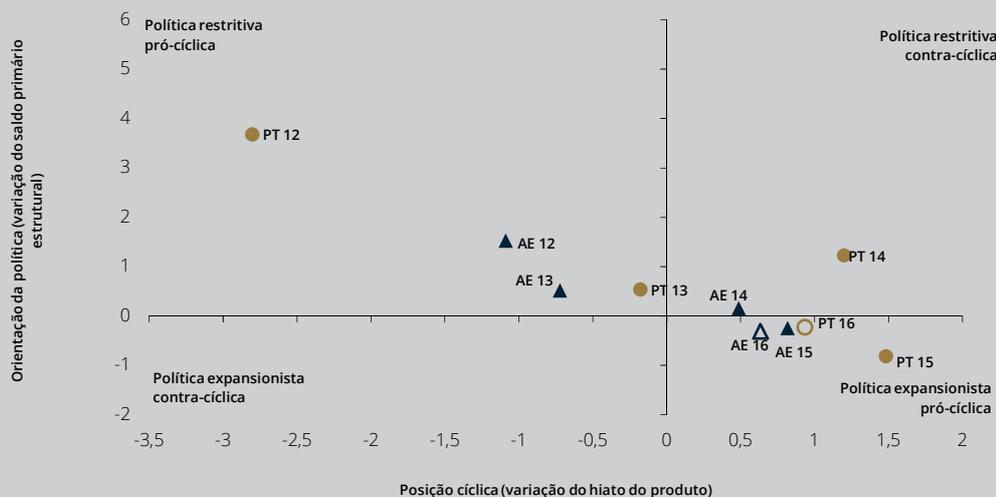
Pelo segundo ano consecutivo, verificou-se uma redução do saldo primário estrutural no conjunto da área do euro

De acordo com as previsões de inverno da Comissão Europeia, publicadas em fevereiro de 2017, verificou-se em 2016 uma ligeira redução do saldo primário estrutural da área do euro (Gráfico 4.8). Esta evolução reflete diminuições do saldo primário estrutural na maioria dos Estados-Membros, com destaque, pela sua magnitude, para Espanha, Chipre, Áustria e Itália. Pelo contrário, Grécia,

Malta, Países Baixos, Letónia e Estónia terão prosseguido em 2016 estratégias de consolidação orçamental. Relativamente à atividade económica, a Comissão estima que o crescimento do PIB no conjunto da área do euro tenha sido superior à variação do seu potencial, embora a diferença entre os dois agregados permaneça negativa. Assim, a política orçamental deverá ter assumido em 2016, pelo segundo ano consecutivo, uma natureza pró-cíclica.

No quadro do mecanismo de supervisão das políticas orçamentais europeias, foram encerrados em 2016 os procedimentos por défice excessivo a que se encontravam sujeitos a Irlanda, a Eslovénia e Chipre. Relativamente aos países da área do euro que permaneceram sujeitos ao braço corretivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento, Portugal e Grécia tinham como limite para correção do défice excessivo o ano de 2016 e, em ambos os casos, o défice nominal foi inferior a 3 por cento do PIB (Quadro 4.2). Espanha e França, cujos prazos para correção são, respetivamente, 2018 e 2017, registaram défices nominais acima do valor de referência.

Gráfico 4.8 •
Política orçamental e posição cíclica na área do euro e em Portugal
| Em pontos percentuais do PIB potencial



Fonte: Comissão Europeia (previsões de inverno de 2017).

Nota: A posição cíclica da economia é aferida pela variação do hiato do produto, que corresponde aproximadamente à diferença entre as taxas de crescimento do PIB e do PIB potencial.

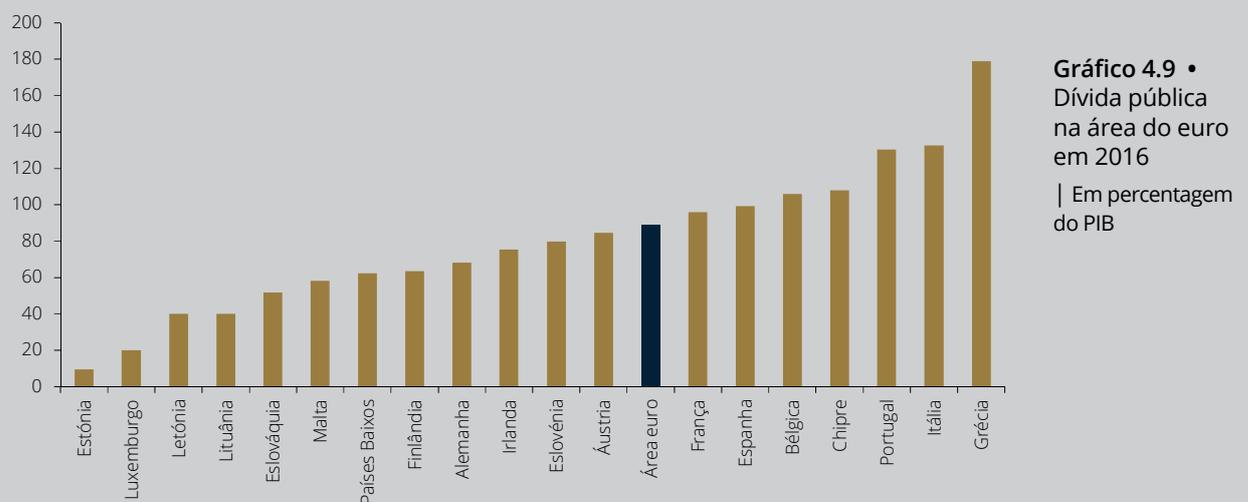
Quadro 4.2 • Países da área do euro em procedimento por défice excessivo
| Em percentagem do PIB

País	Data da decisão do Conselho Europeu	Ano limite para a correção	Última alteração do ano limite	Saldo orçamental de 2016
Portugal	02-12-2009	2016	08-08-2016	-2,0
Espanha	27-04-2009	2018	08-08-2016	-4,5
Grécia	27-04-2009	2016	04-12-2012	0,7
França	27-04-2009	2017	10-03-2015	-3,4

Fontes: Eurostat (Notificação de abril do Procedimento dos Défices Excessivos) e Comissão Europeia.

Em 2016, o nível de endividamento público permaneceu muito elevado na generalidade dos países da área do euro (Gráfico 4.9). Em particular, apenas em 6 dos 19 Estados-Membros o rácio da dívida pública se situou abaixo do valor de referência de 60 por cento do PIB. Face ao

ano anterior, registaram-se reduções importantes na Eslovénia, Irlanda, Alemanha e nos Países Baixos. Ainda assim, apenas Malta apresentou em 2016 um rácio da dívida pública inferior ao registado em 2007, antes do início da crise financeira.



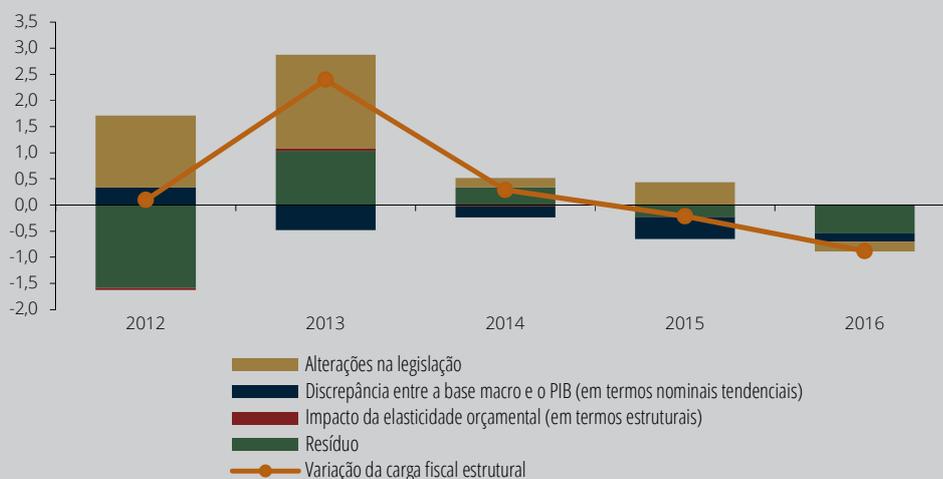
Fonte: Eurostat.

Caixa 4.1 | Evolução estrutural da receita fiscal em 2016²⁶

Em 2016, a receita estrutural dos impostos e contribuições sociais em rácio do PIB tendencial diminuiu 0,9 p.p. face ao ano anterior. Esta evolução decorreu da redução do peso dos impostos sobre o rendimento e património e, em menor medida, dos impostos sobre a produção e a importação (Gráfico 1). No ano em análise, a receita estrutural de contribuições sociais manteve-se invariante em rácio do PIB tendencial. Note-se que a redução estrutural da receita fiscal ocorreu não obstante o contributo positivo da componente considerada permanente da receita obtida no âmbito do PERES (0,05 p.p. do PIB).

No que se refere à receita estrutural dos impostos sobre o rendimento e património, verificou-se em 2016 uma redução em 0,8 p.p. do PIB tendencial, que esteve muito associada ao efeito de alterações legislativas. Em particular, a receita dos impostos sobre as famílias diminuiu 0,6 p.p. em termos estruturais, refletindo em larga medida o efeito da reversão da sobretaxa de IRS introduzida em 2013 e da reforma do IRS realizada em 2015 (cujo efeito se repercutiu em 2016 por via de um aumento dos reembolsos líquidos). Note-se que o impacto da reforma do IRS na execução da receita deste imposto foi superior ao inicialmente previsto, afetando negativamente a componente residual. A evolução desta componente reflete também a redução da receita proveniente de taxas liberatórias em sede de IRS que decorre da diminuição das taxas de juro de aplicações financeiras. No que diz respeito à receita estrutural dos impostos sobre o rendimento das empresas, registou-se uma redução de 0,2 p.p. do PIB tendencial, refletindo o efeito de medidas aprovadas em anos anteriores. Com efeito, a coleta de IRC terá sido negativamente afetada pela redução da taxa deste imposto de 23 para 21 por cento (no âmbito Reforma do IRC iniciada em 2014), bem como pela alteração em 2015 do regime fiscal aplicável a fundos de investimento que resultou na antecipação para esse ano de receita que seria cobrada em 2016. Estes efeitos

Gráfico 1 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais | Em pontos percentuais do PIB tendencial



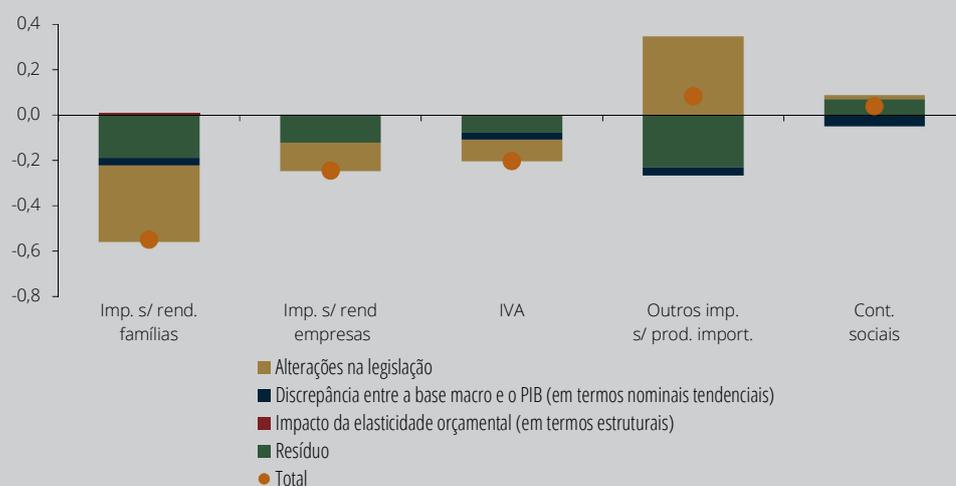
Fontes: INE e Banco de Portugal.

mais do que compensam o impacto positivo conjunto da alteração do regime de avaliação de ativos incluída no OE2016 e da parte considerada permanente da receita de IRC angariada no âmbito do PERES (Gráfico 2).

Em termos estruturais, o rácio da receita dos impostos sobre a produção e a importação no PIB tendencial diminuiu 0,1 p.p. em 2016. Esta evolução advém essencialmente da queda da receita estrutural do IVA (-0,2 p.p.), que mais do que compensou o aumento da coleta dos restantes impostos indiretos (0,1 p.p.). No caso da receita do IVA, é de destacar o efeito negativo associado à redução da taxa aplicável a alguns serviços de restauração. A evolução negativa da componente residual deste imposto reflete o crescimento atipicamente elevado do montante de reembolsos nos primeiros meses de 2016. Contudo, este efeito poderá ter sido parcialmente compensado pelo impacto da possível sobrestimação do efeito da redução da taxa de IVA. Quanto aos restantes impostos indiretos, o aumento estrutural da receita em rácio do PIB tendencial decorreu, em larga medida, das diversas alterações legislativas incluídas no OE2016 (cujo impacto total ascendeu a 0,3 p.p. do PIB tendencial). Pela magnitude da estimativa dos seus impactos, são de destacar os contributos do aumento da tributação sobre produtos petrolíferos e energéticos e sobre o tabaco (respetivamente 0,2 p.p. e 0,1 p.p. do PIB tendencial). A existência de um resíduo negativo (-0,2 p.p.) pode indiciar uma possível sobrestimação destes efeitos²⁷.

Finalmente, o rácio da receita estrutural de contribuições sociais no PIB tendencial permaneceu aproximadamente constante em 2016, refletindo dois efeitos simétricos. Por um lado, o facto de em termos tendenciais a massa salarial do setor privado ter crescido menos do que o PIB nominal terá dado um contributo negativo para a evolução estrutural da receita de contribuições sociais. Por outro lado, à semelhança de anos anteriores, a componente residual líquida do efeito das contribuições sociais associadas ao regime dos funcionários públicos apresenta um sinal positivo²⁸. Este resultado pode indiciar a existência de ganhos adicionais provenientes do aumento da eficácia na cobrança contributiva.

Gráfico 2 • Contributos para a variação estrutural dos principais impostos e contribuições sociais em 2016 | Em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.

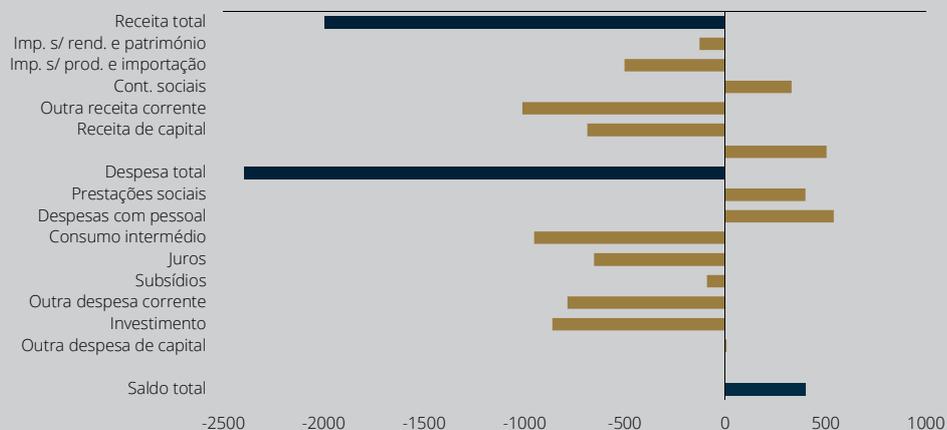
Caixa 4.2 | Análise dos desvios na execução orçamental de 2016

Em 2016, o défice das administrações públicas situou-se abaixo da primeira estimativa oficial para o ano, apresentada no OE2016, bem como da estimativa revista incluída no OE2017. No entanto, no decorrer do ano diversas projeções orçamentais divulgadas por instituições internacionais apontavam para a não concretização do objetivo oficial. Neste contexto, uma análise dos desvios orçamentais ganha particular relevância, permitindo não apenas uma melhor compreensão dos resultados do ano, como também a identificação de alguns riscos na execução do ano corrente.

O OE2016 foi apresentado no início de fevereiro e entrou em vigor apenas em abril. Desta forma, a estimativa para o défice em Contas Nacionais incluída neste documento foi baseada em informação para 2015 com um menor grau de incerteza do que é habitual e terá beneficiado de alguma informação sobre a evolução da receita no início do ano. O diferencial entre a execução orçamental e esta estimativa acabou por se revelar muito reduzido (0,2 por cento do PIB), mas tem subjacente um desvio negativo de magnitude assinalável na despesa total que é compensado quase na íntegra por um diferencial também negativo e de magnitude semelhante do lado da receita (Gráfico 1).

Com efeito, a receita total das administrações públicas ficou significativamente aquém do previsto aquando da elaboração do OE2016, refletindo, em particular, uma sobrestimação da coleta de receitas correntes não fiscais (incluindo vendas) e da receita de capital. Verificou-se igualmente um menor crescimento da coleta de impostos, principalmente sobre a produção e a importação. No último caso, o desvio pode refletir alguma sobrestimação do impacto do agravamento da tributação indireta incluído no OE2016. Destaque-se que a perda de receita fiscal ocorreu apesar de a evolução da atividade económica e, em particular, do consumo privado, ter sido próxima do antecipado no OE2016. Adicionalmente, o desvio poderia ter sido mais expressivo caso o PERES não tivesse sido concretizado.

Gráfico 1 • Execução orçamental de 2016 em contabilidade nacional: desvios face ao OE2016 | Em milhões de euros



Fontes: INE e Ministério das Finanças.

A despesa total ficou também substancialmente abaixo do orçamentado. Para este resultado foi determinante o facto de o OE2016 estipular um montante muito significativo de despesa sob a forma de dotação provisional, reservas e cativações. Esta prática aumenta substancialmente o grau de discricionariedade na implementação do orçamento e, dado o carácter limitado da informação disponível, dificulta a monitorização da execução orçamental ao longo do ano. Para maior detalhe sobre a utilização de instrumentos de controlo orçamental em 2016, ver a caixa 3 do "Relatório de análise da conta das administrações públicas – 2016", do Conselho das Finanças Públicas.

Verifica-se que, quer as despesas com consumo intermédio, quer as outras despesas correntes apresentaram em 2016 valores muito inferiores aos inscritos no OE2016. Pela sua magnitude, é ainda de destacar o desvio negativo registado no investimento público, que deverá estar afetado pela baixa execução das receitas de fundos estruturais provenientes da União Europeia. Por último, destaque-se que, tal como em anos anteriores, a despesa com o serviço da dívida pública ficou muito abaixo do previsto. Com efeito, embora o orçamento previsse a quase estabilização destes encargos em 2016, os mesmos acabaram por registar uma diminuição face ao ano anterior.

5. Oferta

Crescimento moderado da atividade económica em 2016

À semelhança dos últimos anos, registou-se em 2016 uma convergência do PIB *per capita* português face ao nível médio da União Europeia, situando-se este indicador atualmente em cerca de 71 por cento, valor ainda inferior ao observado no início da crise económica e financeira internacional (Gráfico 5.1).

Em 2016, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) a preços de base aumentou 0,8 por cento em termos homólogos, após um crescimento de 1,2 por cento em 2015. Este aumento consolidou a trajetória de recuperação moderada iniciada no final de 2013, apresentando de modo geral uma evolução consistente com o indicador coincidente de atividade e com o indicador de sentimento económico (Gráfico 5.2). Ainda assim, registou-se uma desaceleração face ao ano anterior e, neste contexto, o nível do VAB encontra-se ainda cerca de 3 por cento abaixo do valor registado em 2008.

O VAB do setor dos serviços aumentou 1,1 por cento em termos homólogos em 2016, tal como no ano anterior. O crescimento neste setor manteve a trajetória de recuperação registada desde

o início de 2014. Este aumento refletiu essencialmente o crescimento de 3,4 por cento da atividade nos subsetores de comércio e reparação de veículos e alojamento e restauração (Gráfico 5.3). A dinâmica observada nestes setores está associada à evolução muito favorável das exportações de turismo (9,7 por cento em termos reais, após um aumento de 8,9 por cento em 2015) e ao dinamismo da procura interna. O indicador de confiança nos serviços manteve uma orientação positiva em 2016 (Gráfico 5.4).

Na indústria registou-se um aumento da atividade de 0,7 por cento, em termos homólogos, em contraste com um aumento de 2,0 por cento em 2015. No entanto, esta evolução não foi acompanhada por um aumento da confiança na indústria ao longo do ano.

Em 2016, a atividade no setor da construção registou uma redução de 1,8 por cento, após a virtual estabilização verificada em 2015. Em termos médios anuais, manteve-se uma tendência de redução da atividade neste setor. Esta tendência refletiu um ajustamento estrutural no setor para um nível de atividade inferior, após o elevado investimento em construção realizado em décadas anteriores. O VAB na construção

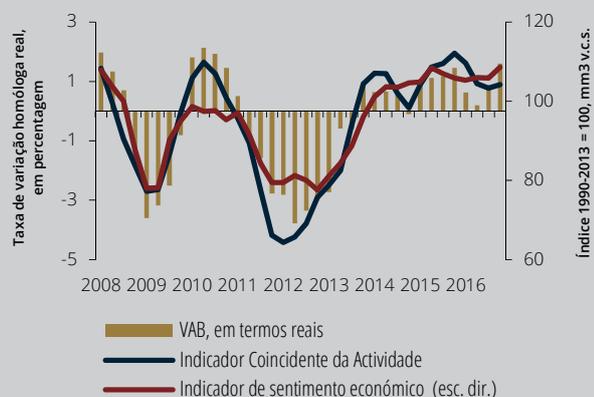
Gráfico 5.1 • PIB *per capita* em Portugal a preços correntes e corrigido de paridades de poder de compra | Em percentagem do PIB da União Europeia (UE 15)



Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

Nota: UE15 refere-se aos 15 Estados-Membros iniciais da União Europeia.

Gráfico 5.2 • VAB, indicador coincidente da atividade e indicador de sentimento económico



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

representava no final de 2016 pouco mais de metade do valor registado em 2008.

Tendência de diminuição da população total e da população ativa

Em 2016 continuou a observar-se uma diminuição da população residente e da população ativa, com reduções de 0,3 por cento (Quadro 5.1). Esta evolução mantém a tendência de queda observada desde 2011, ainda que de forma ligeiramente menos pronunciada. Desde 2008, a população residente e a população ativa diminuíram em cerca de 250 e 350 mil indivíduos, respetivamente. No grupo etário com idades dos 25 aos 34 anos, a população residente diminuiu 2,5 por cento em 2016, enquanto a população ativa registou uma queda de 2,7 por cento. Estas quedas são muito relevantes mas, menos acentuadas do que as observadas nos últimos anos. Em termos acumulados, verificou-se desde 2008 uma diminuição da população e

da população ativa neste grupo etário de 377 e 345 mil indivíduos, respetivamente (Gráfico 5.5).

As tendências demográficas existentes na economia portuguesa não são fáceis de reverter e os fenómenos emigratórios tendem a agravá-las. Esta situação constitui um importante travão ao crescimento económico da economia portuguesa, pois o fator trabalho é um *input* na produção e a própria dinâmica populacional estimula a atividade de diversos setores. Adicionalmente, uma sociedade mais envelhecida coloca pressão sobre a sustentabilidade dos sistemas de segurança social.

Melhoria das condições no mercado de trabalho

A evolução do mercado de trabalho em 2016 continuou a caracterizar-se por um aumento do emprego e uma descida da taxa de desemprego, mantendo o perfil de melhoria verificado a partir do segundo trimestre de 2013, num quadro de dinamismo salarial mais acentuado.

Quadro 5.1 • População, emprego e desemprego | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	Milhares de indivíduos em 2016	Anos			Semestres		
		2014	2015	2016	S2 2015	S1 2016	S2 2016
População	10 306	-0,6	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3
População 25-34 anos	1180	-3,6	-2,8	-2,5	-2,7	-2,7	-2,3
População ativa	5178	-1,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,7	0,1
População ativa 25-34 anos	1055	-3,8	-3,1	-2,7	-3,1	-2,9	-2,4
Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)		73,2	73,4	73,7	73,5	73,4	74,0
Emprego total	4605	1,6	1,1	1,2	0,9	0,6	1,8
Emprego por conta de outrem	3787	4,4	2,8	2,1	1,9	1,7	2,4
Emprego por conta própria	789	-8,2	-5,7	-3,2	-3,6	-5,0	-1,3
Desemprego total	573	-15,1	-11,0	-11,4	-9,7	-10,0	-12,8
Taxa de desemprego (em % da população ativa)		13,9	12,4	11,1	12,1	11,6	10,5
Taxa de desemprego 25-34 anos (em % da população ativa)		15,5	13,1	12,5	12,5	13,4	11,6
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total)		65,5	63,5	62,1	62,7	61,5	62,7
Inativos desencorajados (em % da população ativa)		5,2	5,0	4,6	5,2	4,5	4,7

Fonte: INE.

Nota: O desemprego de longa duração inclui os indivíduos desempregados à procura de emprego há 12 ou mais meses. Os inativos desencorajados incluem os indivíduos inativos que estavam disponíveis para trabalhar, mas não tinham procurado um emprego ao longo do período.

De acordo com os dados disponibilizados pelo Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social (MSESS) as remunerações médias declaradas à Segurança Social em 2016 registaram um crescimento de 1,6 por cento face ao período homólogo, o que se consubstancia numa aceleração de 1,0 p.p. face ao ano anterior. Este maior dinamismo das remunerações deverá refletir, em parte, o aumento do salário mínimo nacional. A dinâmica das remunerações torna-se particularmente relevante num contexto em que a negociação de instrumentos de regulamentação coletiva, em particular de âmbito setorial, é ainda bastante reduzido, embora tenha existido um ligeiro aumento face ao valor mínimo registado em 2012. Em Portugal, os salários de cerca de 90 por cento dos trabalhadores por conta de outrem são definidos no âmbito destes instrumentos. Este maior dinamismo das remunerações terá igualmente influenciado a evolução da taxa de inflação em 2016 (Secção 7: "Preços").

Redução da taxa de desemprego, permanecendo ainda em níveis muito elevados

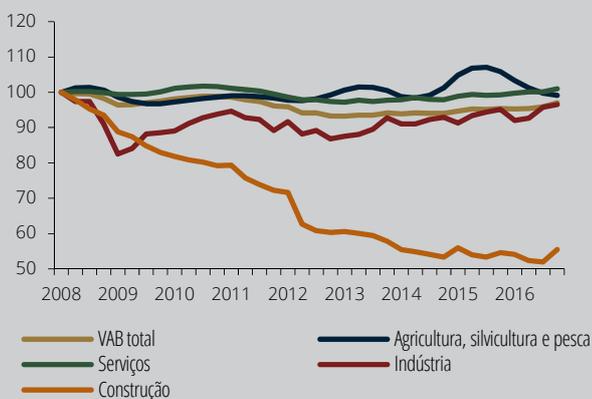
De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, em 2016 o número total de desempregados diminuiu 11,4 por cento em termos homólogos, após a queda de 11,0 por cento registada em 2015

(Quadro 5.1). A taxa de desemprego situou-se em 11,1 por cento (12,4 por cento em 2015), mantendo a trajetória de redução iniciada em 2013 e situando-se perto do nível observado em 2010. Em 2016, a redução do número total de desempregados, em termos homólogos, foi particularmente marcada no grupo com idades compreendidas entre os 35 e os 44 anos. De referir ainda que a proporção de indivíduos desempregados a receber subsídio de desemprego se situou em 2016 em 25,5 por cento, após um valor de 28,5 por cento em 2015 (Gráfico 5.6).

Adicionalmente, o número de indivíduos desencorajados, ou seja, indivíduos que não procuram ativamente emprego mas que estão disponíveis para trabalhar, representou em 2016 cerca de 4,6 por cento da população ativa, valor ligeiramente abaixo do registado em 2015 (5,0 por cento). A medida da taxa de desemprego que inclui também os indivíduos desencorajados continua a ter uma evolução paralela à da taxa de desemprego oficial, depois de ter crescido mais rapidamente do que esta até 2013 (Gráfico 5.7). Ainda assim, este grupo de inativos representa cerca de 238 mil indivíduos.

Um dos elementos mais graves da evolução do mercado de trabalho português nos últimos anos tem sido o nível muito elevado de desemprego de longa duração, o que tende a provocar uma depreciação acentuada do capital humano,

Gráfico 5.3 • Evolução real do VAB por principais setores de actividade | Índice 2008 T1 =100



Fonte: INE.

Gráfico 5.4 • Indicadores de confiança | Saldo de respostas extremas (média trimestral)



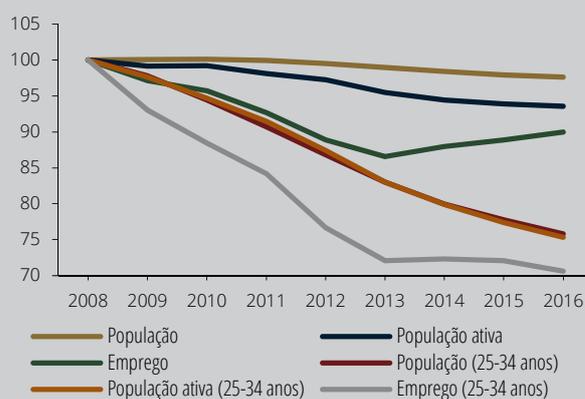
Fonte: Comissão Europeia.

Nota: Valores corrigidos de sazonalidade.

com efeitos adversos no crescimento potencial da economia. Neste âmbito, o número de indivíduos desempregados à procura de emprego há 12 ou mais meses registou em 2016 uma queda de 13,4 por cento (após menos 13,7 por cento em 2015). Ainda assim, o peso destes indivíduos no desemprego total manteve-se num nível muito alto (62,1 por cento, a que corresponde um total próximo de 356 mil indivíduos). Por seu turno, o desemprego de muito longa duração abrange os indivíduos à procura

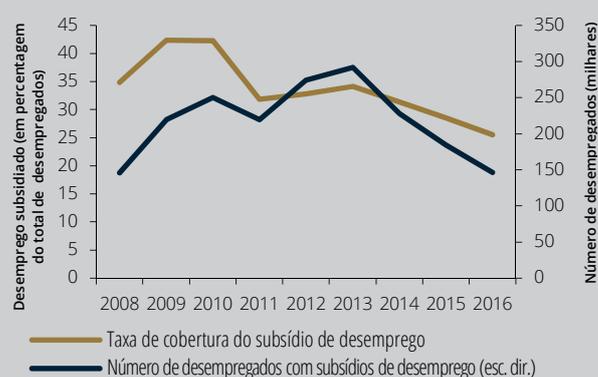
de emprego há 24 ou mais meses e constitui quase metade do conjunto de desempregados (47,5 por cento na média do ano de 2016)²⁹. No mesmo sentido, em 2016 o número de indivíduos desempregados à procura de emprego há menos de 12 meses registou uma queda de 7,8 por cento (diminuição de 5,7 por cento em 2015). O peso destes desempregados de curta duração na população ativa já se situa em níveis próximos aos observados antes da crise financeira internacional (Gráfico 5.8).

Gráfico 5.5 • População, população ativa, emprego – Total e grupo etário (25-34 anos) | Índice 2008 =100



Fonte: Inquérito ao Emprego.

Gráfico 5.6 • Número de desempregados com subsídio de desemprego e taxa de cobertura



Fonte: Inquérito ao Emprego.



Fonte: Inquérito ao Emprego.

Gráfico 5.7 • Taxa de desemprego oficial e com desencorajados | Em percentagem

O emprego registou uma evolução positiva, mantendo-se contudo em níveis historicamente baixos

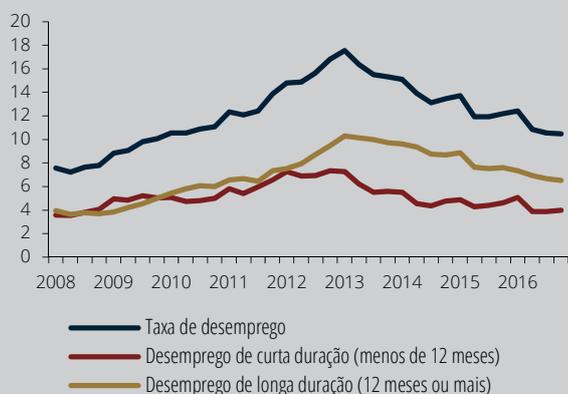
De acordo com o Inquérito ao Emprego, o emprego total aumentou 1,2 por cento em 2016, após um aumento de 1,1 por cento em 2015. Esta evolução reflete o crescimento do emprego por conta de outrem (2,1 por cento) dado que o emprego por conta própria registou uma queda pronunciada (3,2 por cento). Em termos setoriais, o principal contributo para a taxa de variação homóloga do emprego por conta de outrem registou-se nos serviços transacionáveis, que incluem as atividades ligadas ao turismo³⁰. Apesar da tendência crescente do emprego, os seus níveis mantêm-se historicamente baixos, na sequência da queda sem precedente observada entre o final de 2008 e o princípio de 2013 que, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, correspondeu a cerca de 650 mil indivíduos. Cerca de 290 mil empregos terão entretanto sido recuperados até ao final de 2016. No que se refere ao emprego nas administrações públicas, de acordo com a informação da Direção Geral da Administração e Emprego Público, o número de funcionários terá aumentado em 2016, à semelhança do que ocorreu em 2015, o

que confirma a interrupção da tendência decrescente observada em anos anteriores.

A produtividade aparente do trabalho registou uma redução

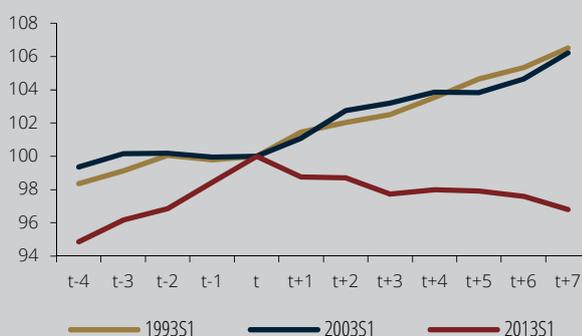
A atual fase de recuperação da economia portuguesa conjuga um crescimento moderado da atividade com um crescimento relativamente mais pronunciado do emprego. Neste contexto, a produtividade aparente do trabalho, medida com base nas Contas Nacionais Trimestrais do INE, apresentou uma redução em 2016, o que se insere num quadro de dinamismo inferior e atípico face ao observado em anteriores fases de recuperação económica³¹. Contudo, importa referir que entre 2011 e 2013 se registou um forte crescimento da produtividade aparente do trabalho, o que também contrastou com o observado em anteriores fases recessivas do ciclo (Gráfico 5.9). As explicações para a redução da produtividade são complexas, podendo relacionar-se com as alterações da estrutura produtiva, num contexto em que os níveis de capital por trabalhador permanecem reduzidos, após varios anos com baixos níveis de investimento (Caixa 5.1: "Capital por trabalhador e produtividade").

Gráfico 5.8 • Taxa de desemprego | Duração em meses



Fonte: Inquérito ao Emprego.

Gráfico 5.9 • Produtividade aparente do trabalho nas últimas três recessões e recuperações | Valores semestrais; mínimo da atividade = semestre t = 100



Fontes: INE e cálculos Banco de Portugal.

Nota: A produtividade aparente do trabalho foi calculada dividindo o VAB (dados encadeados em volume, milhões de euros) pelo emprego total (equivalente a tempo completo), exceto na recessão de 1992, em que foi calculada com base no PIB.

Caixa 5.1 | Capital por trabalhador e produtividade

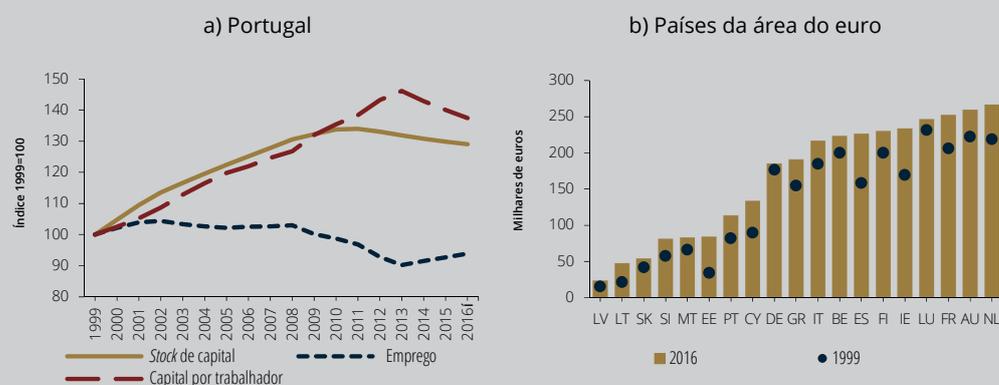
O reduzido crescimento da produtividade aparente do trabalho na economia portuguesa nas últimas décadas constitui fator de preocupação pois limita a capacidade de sustentar maiores níveis de consumo sem incorrer em desequilíbrios externos. Uma significativa aproximação do produto por trabalhador aos níveis vigentes na média dos países da área do euro constitui um desafio particularmente importante num contexto em que subsistem fragilidades na economia portuguesa.

A evolução do nível de produto por trabalhador prende-se com múltiplas questões estruturais que interagem entre si de forma complexa. Na sua versão mais simples, a teoria do crescimento económico aponta a acumulação de fatores produtivos e a evolução do enquadramento tecnológico como determinantes do crescimento do produto. Nesse contexto, o nível do produto por trabalhador depende da tecnologia e cresce com o nível do *stock* de capital disponível para cada trabalhador, esperando-se variações mais reduzidas para maiores intensidades capitalísticas. A literatura económica tem-se debruçado sobre esta temática, identificando formulações mais elaboradas que incluem, por exemplo a qualidade dos fatores produtivos e maior flexibilidade nas hipóteses sobre a sua substituibilidade. Adicionalmente, na dimensão empírica, a literatura tem apontando fragilidades na informação estatística necessária para esta análise, por exemplo no que diz respeito à medição do *stock* de capital³². As estimativas existentes para o nível do *stock* de capital nas economias resultam tipicamente da acumulação dos fluxos anuais de investimento, descontando-se uma taxa de depreciação anual que resulta de hipóteses quanto ao horizonte de vida dos diferentes tipos de bens de capital.

Esta caixa apresenta alguma informação estatística que permite situar a economia portuguesa no contexto da área do euro, no período 1995–2016, em termos do rácio de capital por trabalhador e sua ligação com a produtividade, medida como o nível de produto por trabalhador.

O painel a) do Gráfico 1 apresenta a evolução acumulada do rácio de capital por trabalhador desde 1999 em Portugal, conjuntamente com a evolução acumulada de cada um dos seus componentes. As tendências de contração demográfica que se têm feito sentir na economia portuguesa

Gráfico 1 • Stock de capital líquido por trabalhador (preços de 2010)



Fonte: Ameco – Comissão Europeia.

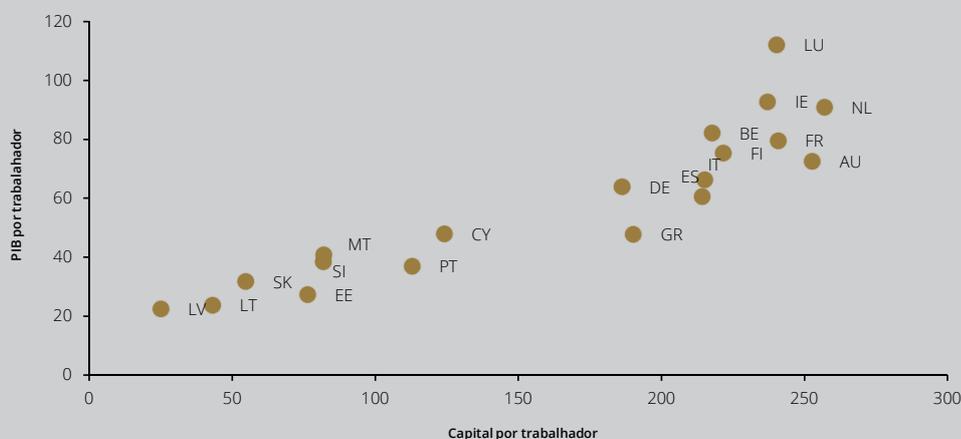
e, sobretudo, a marcada evolução cíclica decorrente do processo de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos, levou a uma forte redução do emprego após 2008 que foi apenas parcialmente revertida a partir de 2013. Por seu turno, as estimativas da Comissão Europeia indicam uma contração do *stock* de capital após 2011, resultado de níveis de investimento que se revelam insuficientes para compensar a depreciação do capital instalado. Neste contexto, o rácio de capital por trabalhador na economia portuguesa começou a reduzir-se após 2013, tendo mantido em 2016 uma trajetória descendente.

O painel b) do Gráfico 1 apresenta os rácios de capital por trabalhador nos países da área do euro em 1999 e 2016 e mostra que a economia portuguesa se posiciona no segmento inferior da distribuição. Não obstante possam colocar-se reservas quanto à precisão das estimativas dos *stocks* de capital, sobretudo nos países que integraram a União Europeia e a área do euro mais recentemente, a posição da economia Portuguesa afigura-se desfavorável.

A relação entre a posição das economias da área do euro em termos da intensidade capitalística e dos níveis de produtividade do trabalho, para a média do período 2007–2016, é apresentada no Gráfico 2. Tal como seria de esperar, o gráfico sugere uma relação positiva entre as variáveis, surgindo Portugal numa posição distante dos países mais avançados da área do euro. Deste modo, embora seja importante realçar que a distribuição setorial e a qualidade do investimento são determinantes importantes do crescimento, a realidade parece indicar a necessidade de maiores níveis de investimento agregado para aumentar a produtividade dos trabalhadores portugueses.

A análise da qualidade do *stock* de capital existente nas economias é difícil e os problemas estatísticos anteriormente referidos mantêm-se. Uma avaliação imperfeita da qualidade do *stock* de capital pode ser feita a partir da sua estrutura. O Gráfico 3 baseia-se nos dados das *Penn World Tables 9.0*³³ para apresentar a composição do *stock* de capital por tipo de bem de investimento, para os países da área do euro no período 2012–2014, de acordo com quatro categorias: estruturas (residenciais e não-residenciais); maquinaria (incluindo computadores, equipamento de comunicação e outras máquinas); material de transporte e outros (incluindo *software*, outros bens de propriedade

Gráfico 2 • Capital e PIB por trabalhador na área do euro (média 2007-2016) | Milhares de euros

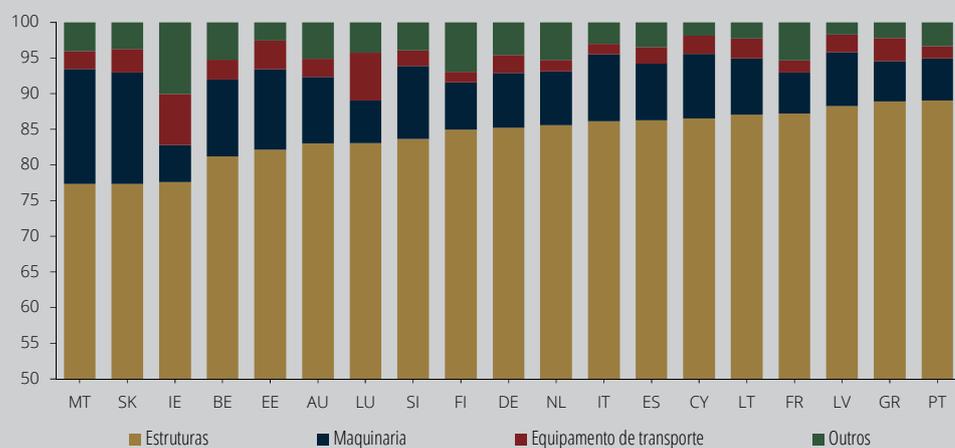


Fonte: Ameco – Comissão Europeia.

intelectual e ativos cultivados). Nesta análise muito elementar, Portugal surge como o país com maior proporção de estruturas no *stock* de capital, o que implica necessariamente um menor peso do equipamento em máquinas e dos bens intangíveis. Estas últimas categorias tendem a estar associadas a maiores taxas de rendibilidade, pelo que parece existir margem para melhorar a composição do *stock* de capital nacional.

O crescimento da economia portuguesa beneficiará de maiores níveis de investimento dirigidos às empresas, setores e tipos de bens onde a sua rendibilidade é superior. Este esforço de investimento deve basear-se primordialmente em maiores taxas de poupança pública e privada, como forma de não comprometer a atual situação de equilíbrio nas contas externas, a qual constitui um elemento central do processo de ajustamento que ocorreu na economia portuguesa nos últimos anos. No entanto, a criação de condições favoráveis à atração de investimento direto estrangeiro, sobretudo dirigido à criação de nova capacidade produtiva, surge também como uma via para aumentar os níveis de capital por trabalhador sem comprometer a estabilidade macroeconómica. As condições estruturais necessárias à atração de investimento direto estrangeiro são, em larga medida, também as necessárias para uma correta afetação do investimento para os fins mais produtivos. O eficiente funcionamento dos mercados, a existência de condições de concorrência, a redução dos designados custos de contexto e a estabilidade do ambiente regulatório e fiscal fazem parte deste conjunto de condições.

Gráfico 3 • Estrutura do *stock* de capital por tipo de bem de investimento (média 2012-2014) | Percentagem



Fonte: *Penn World Tables*.

6. Procura

Crescimento moderado do PIB baseado na dinâmica da procura interna e, sobretudo, das exportações

Em 2016, a atividade económica em Portugal apresentou um crescimento em volume de 1,4 por cento, após um crescimento de 1,6 por cento em 2015 (Quadro 6.1). No conjunto de 2016, o crescimento do PIB em Portugal voltou a ser inferior ao da área do euro, com o diferencial a situar-se em -0,3 p.p. (Gráfico 6.1). O crescimento do PIB em 2016 apresentou um marcado perfil intra-anual, acelerando para 1,9 por cento na segunda metade do ano, um valor superior ao observado em média na área do euro no mesmo período (1,7 por cento).

A evolução da atividade económica em Portugal no período mais recente continua a ser caracterizada por um crescimento moderado, em particular tendo em conta a severidade e duração da recessão que a antecedeu. Neste contexto,

sublinhe-se que o nível do PIB no final de 2016 foi cerca de 4 por cento inferior ao registado no início de 2008. A recuperação da atividade económica tem decorrido num quadro caracterizado por um elevado nível de endividamento dos agentes económicos, públicos e privados, e pela necessidade de ajustamento dos respetivos balanços.

As importantes alterações demográficas ocorridas em Portugal nos últimos anos tornam particularmente relevante a análise da evolução do PIB *per capita*. Em 2016, esta variável cresceu 1,7 por cento (2,1 por cento em 2015), o que acentuou o hiato face à evolução do PIB (Gráfico 6.2). Note-se ainda que, tal como em 2014 e 2015, o crescimento do PIB voltou a ser superior ao do VAB, que apresentou em 2016 um crescimento de 0,8 por cento (Gráfico 6.3). A discrepância entre o crescimento do PIB e do VAB prende-se com a evolução dos impostos líquidos de subsídios, que cresceram 4,8 por cento em volume em 2016, após um crescimento de 5,1 por cento em 2015.

Quadro 6.1 • PIB e principais componentes da despesa | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	% do PIB em 2016	% do PIB		2015		2016				
		2015	2016	S1	S2	T1	T2	T3	T4	
PIB	100,0	1,6	1,4	1,0	1,9	1,0	0,9	1,7	2,0	
Procura interna	98,8	2,5	1,5	1,1	1,8	1,5	0,8	1,0	2,5	
Consumo privado	65,8	2,6	2,3	2,1	2,5	2,5	1,6	1,9	3,0	
Consumo público	18,0	0,7	0,5	0,8	0,3	1,2	0,5	0,2	0,3	
Investimento	14,9	4,7	-0,8	-2,1	0,6	-2,1	-2,1	-1,8	3,0	
FBCF	14,8	4,5	-0,1	-2,4	2,2	-2,5	-2,2	-0,1	4,5	
Variação de existências ^(a)		0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,3	-0,2	
Exportações	40,3	6,1	4,4	2,8	6,0	3,7	1,9	5,6	6,4	
Importações	39,1	8,2	4,4	3,1	5,6	4,8	1,5	3,9	7,3	
Contributo da procura interna líquida de importações ^(b)		1,1	0,5	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,9	
Contributo das exportações líquidas de importações ^(b)		0,5	0,9	0,6	1,2	0,7	0,6	1,3	1,1	
<i>Por memória:</i>										
PIB – taxa de variação em cadeia				0,5	1,3	0,2	0,2	0,9	0,7	
Procura interna (exc. variação de existências)	98,7	2,5	1,6	1,1	2,0	1,4	0,8	1,3	2,7	

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (a) Contributos para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais. (b) Contributos para a taxa de variação real do PIB líquidos de importações, em pontos percentuais. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa “O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal”, *Boletim Económico* de junho de 2014.

O menor dinamismo da atividade económica em 2016 reflete o crescimento menos robusto da procura interna, para o que contribuiu em larga medida a queda do investimento, a par da desaceleração das exportações de bens e serviços, em linha com o menor crescimento da procura externa. Neste contexto, merece igualmente destaque o impacto sobre a economia portuguesa da redução dos fluxos comerciais com Angola, com influência especialmente negativa sobre a exportação de bens³⁴. Por seu turno, o consumo privado registou um crescimento ligeiramente inferior ao do ano anterior, explicado pelo menor dinamismo do consumo de bens correntes não alimentares e de bens duradouros. O consumo público, determinado pela dinâmica dos custos com o pessoal e despesas com bens e serviços nas administrações públicas, registou um crescimento de 0,5 por cento em 2016, valor ligeiramente inferior ao de 2015. A desaceleração de algumas componentes da procura com maior conteúdo importado traduziu-se num menor crescimento das importações no conjunto de 2016.

Considerando as componentes da procura líquidas de importações (deduzindo a cada componente uma estimativa das importações necessárias para satisfazer essa procura), estima-se que o contributo da procura interna para o crescimento do PIB tenha ascendido a 0,5 p.p. em 2016 e que

o contributo das exportações se tenha situado em 0,9 p.p.

Trajetória intra-anual de aceleração da atividade económica, refletindo a recuperação tanto da procura interna como das exportações de bens e serviços no segundo semestre

Não obstante o menor dinamismo no conjunto do ano, a evolução da atividade económica em 2016 é caracterizada por um perfil intra-anual claramente ascendente. Assim, depois de um crescimento de 1,0 por cento no primeiro semestre de 2016, o PIB registou um aumento de 1,9 por cento na segunda metade do ano. Para esta evolução, contribuiu a recuperação, quer da procura interna, quer das exportações de bens e serviços.

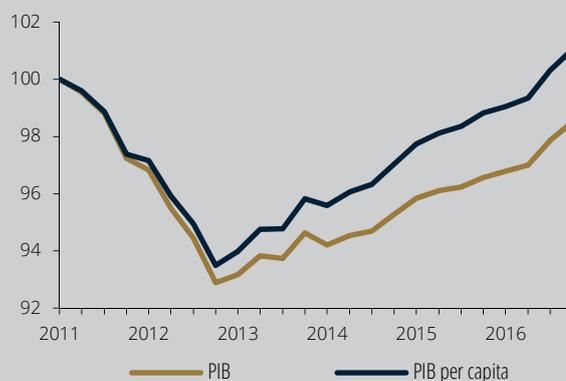
O maior dinamismo da procura interna no segundo semestre de 2016 foi particularmente evidente no último trimestre, com destaque para a aceleração tanto do consumo privado como do investimento. Num contexto de expansão rápida do consumo de bens duradouros durante todo o ano, é de destacar a aceleração do consumo de bens correntes na segunda metade do ano. Por seu turno, o investimento registou um ligeiro

Gráfico 6.1 • Crescimento do PIB em Portugal e na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.2 • Evolução do PIB e do PIB per capita em Portugal | Índice 2011 T1=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

crescimento no segundo semestre, após a queda observada na primeira metade do ano. Para esta evolução, contribuiu em larga medida a significativa recuperação do investimento em máquinas e equipamentos.

O consumo privado registou uma trajetória intra-anual de recuperação ao longo do ano, com destaque para a aceleração significativa do consumo de bens correntes no último trimestre

Em 2016, o consumo privado apresentou um crescimento de 2,3 por cento, ou seja, um valor inferior em 0,3 p.p. ao registado em 2015. Apesar do menor dinamismo, o consumo privado manteve um crescimento superior ao do PIB. O comportamento do consumo no conjunto do ano é explicado em larga medida pela desaceleração do consumo de bens correntes e serviços, em particular da componente não alimentar, num contexto em que o consumo de bens duradouros voltou a apresentar um crescimento significativo, embora inferior ao registado em 2015 (Gráfico 6.4). Em 2016, o consumo de bens correntes e serviços registou um crescimento de 1,6 por

cento, após 1,8 por cento em 2015, enquanto o consumo de bens duradouros cresceu 9,5 por cento (11,9 por cento em 2015). Em particular, as vendas de veículos ligeiros de passageiros que registaram um crescimento de 16,1 por cento (Gráfico 6.5).

Importa destacar que a evolução intra-anual do consumo privado revela um perfil ascendente, resultado de um crescimento especialmente significativo no último trimestre do ano, baseado na aceleração do consumo de bens correntes e serviços e na manutenção do crescimento elevado do consumo de bens duradouros, particularmente acentuado no último trimestre do ano.

A evolução mais favorável do consumo privado na segunda metade do ano ocorre num cenário de melhoria acentuada da confiança dos consumidores, que se manteve em níveis historicamente elevados, e de aumento do rendimento disponível das famílias. A melhoria do indicador de confiança dos consumidores no final de 2016 foi especialmente evidente na avaliação sobre as expectativas de desemprego, que baixaram consideravelmente.

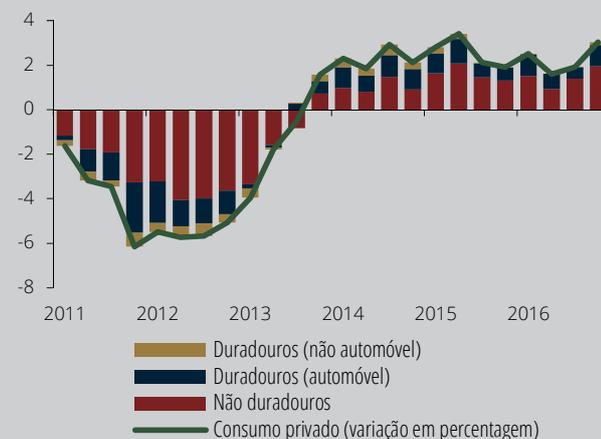
Em 2016, a taxa de poupança situou-se em 4,4 por cento do rendimento disponível, 0,1 p.p. inferior à registada em 2015 (Gráfico 6.6),

Gráfico 6.3 • Evolução recente do PIB e do VAB em Portugal | Índice 2011 T1=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.4 • Contributos para a variação real do consumo privado | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais; valores trimestrais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

refletindo um crescimento do consumo privado em termos nominais ligeiramente superior ao do rendimento disponível (3,4 e 3,2 por cento, respetivamente). O aumento do rendimento disponível das famílias beneficiou da melhoria da situação no mercado de trabalho, com destaque para o crescimento do emprego, a par do aumento do salário mínimo e das medidas constantes do Orçamento do Estado de 2016 relacionadas com a reversão de reduções remuneratórias e da sobretaxa de IRS (Secção 4: "Política e situação orçamental")³⁵. Saliente-se igualmente o potencial efeito da redução do serviço da dívida no período mais recente, decorrente da estabilização em níveis reduzidos das taxas de juro prevaletentes no setor das famílias, conjugada com a redução do endividamento³⁶. Neste quadro, é de destacar a melhoria das condições de financiamento das famílias, nomeadamente ao nível do crédito ao consumo (Secção 3.2: "Condições monetárias e financeiras em Portugal"). Sublinhe-se também que o peso no consumo privado do crédito total ao consumo tem apresentado uma trajetória ascendente, situando-se em valores superiores aos observados antes da crise da dívida soberana (Gráfico 6.7). Trata-se de um desenvolvimento expectável que, no entanto, merece acompanhamento atento³⁷.

Queda do investimento refletindo, em larga medida, a diminuição da FBCF em construção

Em 2016, o investimento registou uma queda em volume de 0,8 por cento, depois de um aumento de 4,7 por cento em 2015. Esta evolução tem subjacente uma contração da formação bruta de capital fixo de 0,1 por cento, após um crescimento de 4,5 por cento no ano anterior.

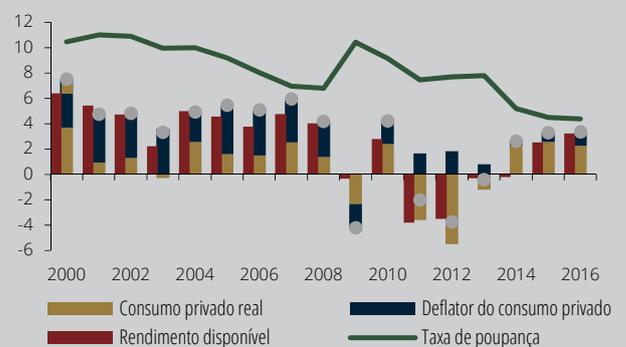
Depois da queda acentuada observada durante a crise económica e financeira, a necessária recuperação da FBCF em Portugal tem-se revelado lenta. Este facto é igualmente observável em outras economias, nomeadamente da área do euro, onde o nível de investimento ainda se situa abaixo do observado em 2008 (Gráfico 6.8). Embora não exista consenso sobre as razões desta evolução, ela afigura-se como particularmente negativa para Portugal, não só porque a queda do investimento durante o período da crise foi relativamente mais acentuada, mas também porque o capital por trabalhador na economia portuguesa se mantém em níveis baixos quando comparado com a média da área do euro (Caixa 5.1: "Capital por trabalhador e produtividade").

Gráfico 6.5 • Vendas de veículos ligeiros de passageiros
| Milhares de veículos; valores anuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.6 • Taxa de poupança e rendimento disponível das famílias
| Taxa de variação em percentagem e taxa de poupança em percentagem do rendimento disponível



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Neste contexto, é de referir que a maior incerteza, quer interna, quer externa, que caracterizou o final de 2015 e o início de 2016, a par da manutenção de um elevado nível de endividamento das empresas, terá contribuído para condicionar as decisões de investimento, nomeadamente na primeira metade do ano (Secção 2: "Enquadramento internacional" e a Secção 3: "Condições monetárias e financeiras"). No entanto, o investimento apresentou uma recuperação na segunda metade de 2016, em particular no último trimestre, com a formação bruta de capital a registar um crescimento em termos homólogos de 4,5 por cento. Refira-se que, de acordo com o Inquérito ao Investimento divulgado pelo INE, em janeiro de 2017 a percentagem de empresas que afirmam ter tido limitações ao investimento em 2016 situava-se em 39,4 por cento, um valor historicamente baixo e que traduz uma queda significativa face à percentagem apurada em julho de 2016 (50,2 por cento). Note-se também que, embora a deterioração das perspectivas de venda permaneça como o principal fator limitativo ao investimento, o seu peso diminuiu substancialmente por contrapartida de fatores como a capacidade de autofinanciamento ou a dificuldade em obter crédito (Gráfico 6.9).

Por setor institucional, a redução da formação bruta de capital fixo no conjunto de 2016 reflete em larga medida a significativa diminuição do investimento público, que registou uma queda em volume de 29,2 por cento, após um aumento de 16,4 por cento no ano anterior. Também o investimento residencial apresentou uma diminuição em 2016 (-1,9 por cento), com reflexo na atividade do setor da construção (Secção 5: "Oferta"). A queda do investimento residencial nos últimos anos, apenas interrompida em 2015, insere-se numa tendência de estabilização do parque habitacional em Portugal, depois do aumento significativo observado nos anos noventa. Este movimento terá sido reforçado no período mais recente pela necessidade de diminuição dos níveis de endividamento das famílias. Em sentido oposto, a FBCF empresarial registou um crescimento em volume de 6,6 por cento em 2016, após uma variação de 2,3 por cento no ano anterior, apresentando um perfil intra-anual marcadamente ascendente.

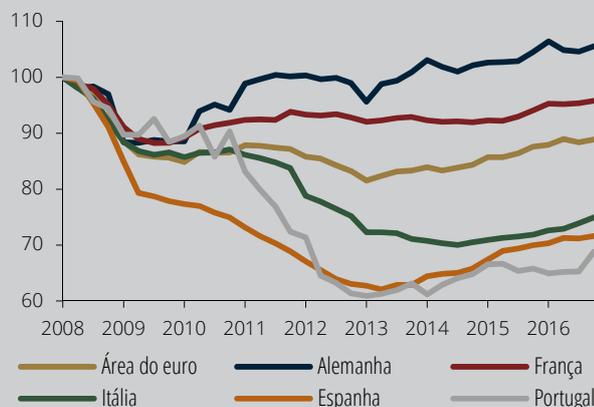
A queda da FBCF em 2016 foi em larga medida explicada pela componente da construção. Depois das quedas observadas desde 2002, a que se seguiu uma recuperação significativa em 2015, esta componente do investimento, cujo peso na FBCF total é de cerca de 50 por cento, voltou a registar uma diminuição acentuada.

Gráfico 6.7 • Peso no consumo privado das novas operações de crédito bancário ao consumo
| Novas operações; em percentagem



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.8 • Evolução da FBCF em alguns países da área do euro | Índice 2008 T1=100



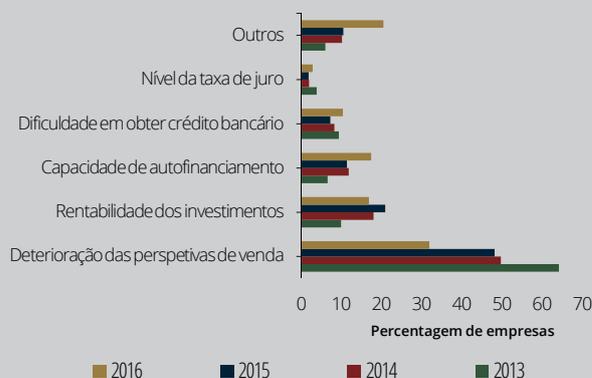
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Esta evolução poderá refletir, em parte, o efeito da conclusão no final de 2015 de algumas obras públicas de grande dimensão. A FBCF em construção apresentou uma ligeira recuperação no final do ano (Gráfico 6.10), em linha com o crescimento das vendas de cimento para o mercado nacional. Refira-se igualmente o crescimento significativo do número e valor de concursos públicos de obras públicas na segunda metade de 2016 (Gráfico 6.11). Depois de importantes quedas no final de 2015 e no primeiro semestre de 2016, a FBCF em máquinas e equipamentos apresentou um perfil de forte recuperação no terceiro e quarto trimestres. No conjunto do ano, esta componente do investimento registou um crescimento de 2,2 por cento (6,0 por cento em 2015). Por seu turno, a FBCF em material de transporte, embora desacelerando face a 2015, manteve um crescimento significativo em 2016 (8,6 por cento).

Desaceleração das exportações de bens e serviços refletindo a queda das exportações de bens energéticos e o menor crescimento das exportações dos serviços não ligados ao turismo

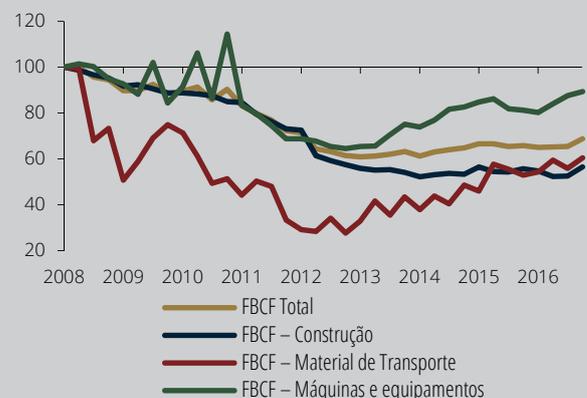
Em 2016, as exportações de bens e serviços registaram um crescimento de 4,4 por cento, o que compara com um aumento de 6,1 por cento em 2015. Esta evolução reflete o comportamento da componente de bens, que cresceu 4,3 por cento, após 6,3 por cento em 2015, e da componente de serviços, que registou uma desaceleração de 1,1 p.p. para 4,6 por cento (Gráfico 6.12). Em particular, refira-se a queda das exportações de bens energéticos, após um crescimento expressivo em 2015. Excluindo esta componente, as exportações de bens registaram um crescimento de 5,1 por cento, o que representa uma aceleração de 1.8 p.p. em relação ao valor de 2015. O desempenho positivo das exportações apresenta uma natureza estrutural, assente numa reestruturação empresarial que se iniciou antes da crise financeira internacional, e não é acompanhado por descidas sistemáticas de preços unitários (Caixa 6.1: "Evolução dos valores unitários das exportações portuguesas de bens"). Relativamente aos serviços, destaca-se a significativa desaceleração das exportações daqueles que não estão ligados ao turismo. Por seu turno, as exportações de serviços de turismo mantiveram um elevado dinamismo, em linha com a evolução das suas receitas nominais e com o crescimento significativo do número de dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros

Gráfico 6.9 • Principal fator limitativo ao investimento
| Em percentagem das empresas que afirmam ter limitações ao investimento



Fonte: INE.

Gráfico 6.10 • Evolução da FBCF em Portugal
por tipo de investimento | Índice 2008 T1=100



Fonte: INE.

nacionais. Em 2016, as exportações de serviços de turismo registaram um crescimento em volume de 9,7 por cento (8,9 por cento em 2015).

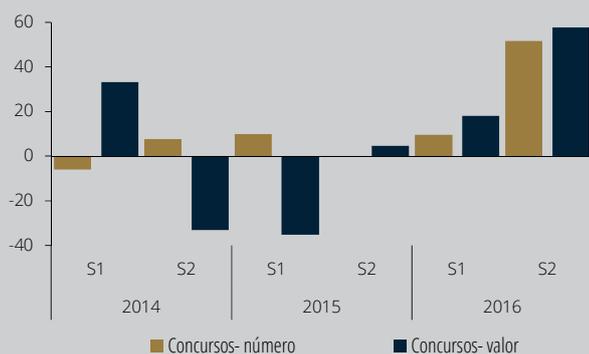
O menor crescimento da economia internacional contribuiu para o desempenho menos favorável das exportações no conjunto de 2016 face ao ano anterior. Neste contexto, as exportações para algumas economias emergentes, com destaque para Angola, continuaram a ter um contributo negativo e significativo para a variação das exportações totais. No entanto, as exportações de bens e serviços apresentaram um perfil intra-anual claramente ascendente, que foi transversal a todas as principais componentes.

O deflator das exportações de bens registou uma queda em 2016 (-3,4 por cento), sendo esta menos pronunciada quando se exclui a componente de combustíveis (-2,4 por cento). Tendo por base a informação do comércio internacional, observa-se que as exportações de bens registaram um crescimento nominal de 1,0 por cento em 2016 (3,7 por cento em 2015). Para esta evolução contribuíram

em grande parte a queda das vendas de veículos automóveis, em particular para a Alemanha, e a redução das exportações de combustíveis e de metais comuns. A redução das exportações de veículos automóveis refletiu o encerramento temporário de uma importante unidade de produção no início de 2016. Por países de destino, registou-se uma queda acentuada das exportações de bens para mercados extracomunitários, com destaque para Angola e China, e para os Países Baixos. O contributo de Angola para o crescimento das exportações nominais de bens em 2016 situou-se em -1,2 p.p., correspondente a uma queda de 28,4 por cento no conjunto do ano. Esta evolução adversa foi-se dissipando ao longo de 2016 (Gráfico 6.13), contribuindo para o perfil intra-anual de aceleração das exportações³⁸.

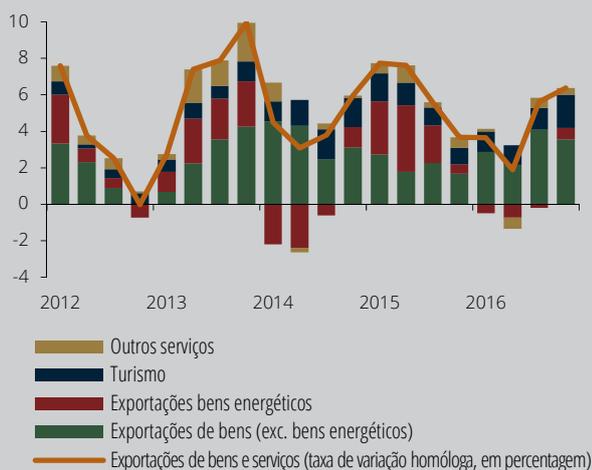
O crescimento em volume das exportações de bens e serviços em 2016 foi superior ao crescimento do indicador de procura externa habitualmente utilizado pelo Banco de Portugal, calculado com base na informação utilizada no âmbito do Eurosistema, o que determinou um novo ganho

Gráfico 6.11 • Número e valor de concursos públicos lançados | Variação homóloga em percentagem; valores semestrais



Fonte: AECOPS.

Gráfico 6.12 • Contributos para a variação real das exportações de bens e serviços | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais; valores trimestrais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

de quota de mercado. Note-se que este indicador de procura externa não considera a importância relativa do comércio externo com Angola. Quando é tido em conta o peso efetivo de Angola e a evolução das suas importações, regista-se um menor crescimento da procura externa dirigida a Portugal no período mais recente, implicando um ganho de quota ligeiramente superior ao obtido com o indicador habitualmente utilizado (Gráfico 6.14).

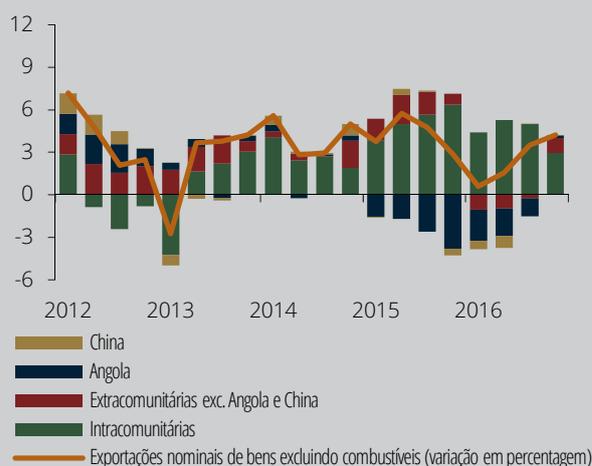
Considerando os principais parceiros comerciais intracomunitários, tem-se observado que as exportações de bens e serviços de Portugal para esses destinos têm registado um crescimento nominal geralmente superior ao das importações totais de bens e serviços desses países, entendidas como parte da procura externa dirigida à economia portuguesa (Gráfico 6.15). Por exemplo, em 2016, as exportações nominais de bens e serviços de Portugal para Espanha cresceram 5,8 por cento, enquanto o total das importações espanholas cresceu 1,6 por cento. Embora expressa em termos nominais, esta

evolução sugere um bom desempenho das exportações portuguesas no mercado espanhol.

Continuada desaceleração das importações de bens e serviços, em ligação com a queda das exportações de bens energéticos e dos serviços não ligados ao turismo

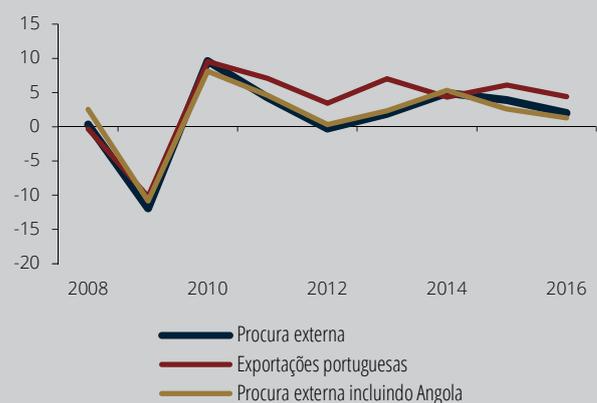
As importações de bens e serviços registaram um crescimento de 4,4 por cento em 2016 (8,2 por cento em 2015). Esta evolução reflete essencialmente a queda das importações de bens energéticos (-4,0 por cento após um crescimento de 15,0 por cento em 2015) e o menor dinamismo das importações de serviços, que registaram um crescimento de 2,6 por cento em 2016, após uma variação de 6,7 por cento em 2015 (Gráfico 6.16). As importações de bens excluindo produtos energéticos registaram um

Gráfico 6.13 • Contributos dos principais mercados para a variação das exportações nominais de bens excluindo combustíveis | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais; valores trimestrais



Fontes: INE (Comércio Internacional) e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.14 • Exportações de bens e serviços e procura externa | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: INE, FMI, Banco Central Europeu e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: O indicador de procura externa corrigido pela importância do comércio externo com Angola corresponde à média ponderada (pelo peso das exportações) entre o indicador de procura externa calculado pelo BCE e as importações em volume de bens e serviços da economia angolana. São utilizadas as projeções do FMI (*World Economic Outlook*) para o crescimento das importações em volume de Angola em 2016.

crescimento de 6,5 por cento, o que se traduziu numa ligeira desaceleração em relação ao valor observado em 2015 (7,1 por cento).

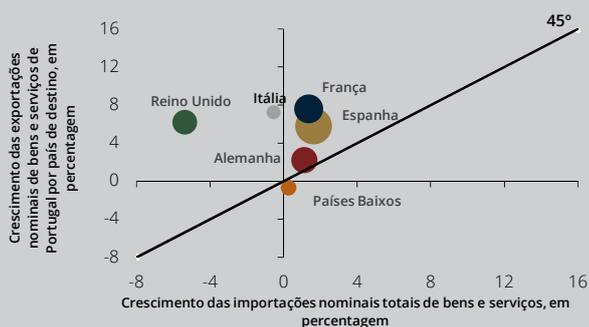
A desaceleração das importações de bens em 2016 é consistente com a perda de dinamismo de algumas componentes da procura com maior conteúdo importado, com destaque para a queda das exportações de combustíveis e para a significativa desaceleração da FBCF em máquinas e equipamentos.

Prosseguindo a trajetória observada desde o início de 2013, o deflator das importações de bens voltou a registar uma queda em 2016 (-3,9 por cento). Esta redução é menos significativa quando são excluídas as exportações de combustíveis, fixando-se em -2,4 por cento. Tendo por base a informação do comércio internacional, observa-se que as importações

de bens registaram um crescimento nominal de 1,3 por cento em 2016. Por produtos, para além da forte redução das compras de combustíveis, destaca-se a queda das importações de metais comuns. Tal como nas exportações, o menor dinamismo das importações de bens foi particularmente marcado nos mercados extracomunitários. Em 2016, as importações de bens provenientes destes países registaram uma redução nominal de 3,9 por cento, com destaque para a queda de 29,1 por cento das importações com origem em Angola.

Em 2016, o crescimento das importações de bens e serviços foi superior ao da procura global ponderada por conteúdos importados, determinando um aumento da taxa de penetração das importações, tal como ocorreu nos três anos anteriores.

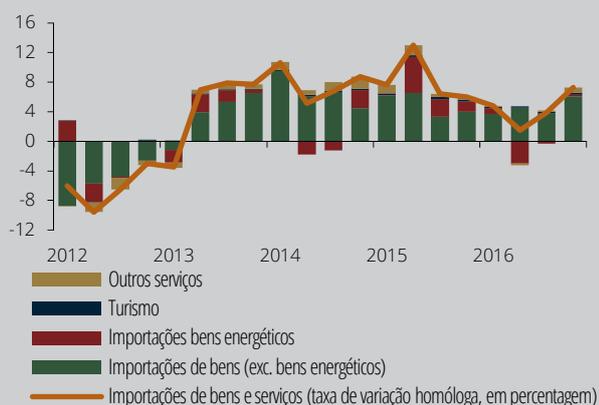
Gráfico 6.15 • Exportações de bens e serviços para os principais parceiros e importações totais destes países em 2016 | Taxa de variação, em percentagem; valores nominais



Fontes: Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Cada círculo representa o lugar geométrico da combinação entre o crescimento das importações nominais de bens e serviços de cada um dos 6 países considerados (abscissas) e o crescimento nominal das exportações de bens e serviços de Portugal para esse país (ordenadas). A dimensão dos círculos reflete o peso das exportações totais para cada um dos países indicados na estrutura das exportações portuguesas.

Gráfico 6.16 • Contributos para a variação real das importações de bens e serviços | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais; valores trimestrais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Caixa 6.1 | Evolução dos valores unitários das exportações portuguesas de bens

Esta caixa pretende complementar a análise relativa à evolução das exportações de bens na economia portuguesa, focando-se nas variações dos seus valores unitários numa perspetiva predominantemente microeconómica.

A evolução dos preços dos bens transacionados internacionalmente depende de um conjunto complexo de fatores, nos quais se incluem a qualidade dos produtos e a capacidade de exercer poder de mercado. A informação utilizada baseia-se na base de dados Comext e no reporte detalhado sobre transações no comércio internacional realizado pelas empresas no âmbito dos inquéritos Intrastat e Extrastat. Adicionalmente, os dados utilizados têm como base valores unitários, os quais aproximam o comportamento dos preços dos bens exportados. Tendo em conta a volatilidade associada aos preços dos bens energéticos, os seus valores unitários foram excluídos da análise baseada em informação empresarial.

O Gráfico 1 apresenta a taxa de variação anual dos valores unitários dos bens exportados no período 2003–2015. Esta taxa de crescimento foi sempre positiva, excetuando em 2003, 2009 e 2013–2014. Os bens mais exportados ao longo de todo o período e que, por isso, mais contribuem para a taxa de variação total, designadamente “veículos” e “máquinas, equipamentos e componentes elétricos”, representam 17 por cento do valor total das exportações de bens. As taxas dos valores unitários destas duas categorias da *Standard International Trade Classification* (SITC) revelam um aumento dos mesmos após 2010, especialmente na componente de máquinas e equipamentos.

A análise do crescimento dos valores unitários das exportações tem mais significado se comparada com a evolução ocorrida numa região de referência. Assim, tendo em conta o enquadramento institucional e económico existente, a referência natural é a taxa média de variação dos valores unitários dos produtos exportados pela União Europeia (UE)³⁹. A diferença entre as taxas de crescimento registadas em Portugal e na UE centrou-se em torno de zero no período

Gráfico 1 • Crescimento dos valores unitários dos bens exportados (inclui bens energéticos) | Percentagem



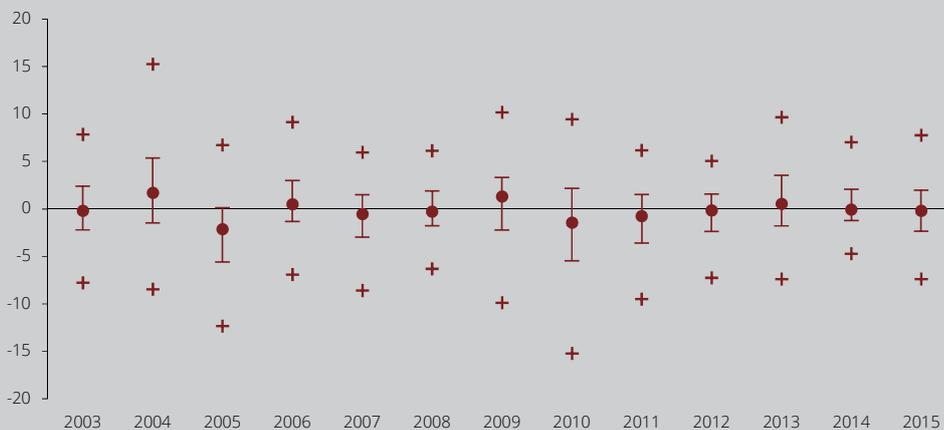
Fonte: Cálculos do Banco de Portugal a partir da base de dados Comext.

2003–2015, o que parece excluir um cenário em que os exportadores portugueses procuraram competir sistematicamente com base nos preços (Gráfico 2).

Entre os produtos cujas taxas de crescimento dos valores unitários foram superiores às da UE encontram-se, consistentemente, os “artigos de vestuário e acessórios”, “materiais brutos de origem animal e vegetal, não especificados” e “produtos químicos orgânicos” (Gráfico 3). Finalmente, o “calçado” é a única categoria cuja taxa de crescimento dos valores unitários foi sempre positiva no período analisado e, na maioria dos anos, superior à taxa média da UE (Gráfico 4).

Com base na informação a nível empresarial, pode ser analisada a relação entre as diferenças de valores unitários e as características das empresas, nomeadamente em termos do setor de

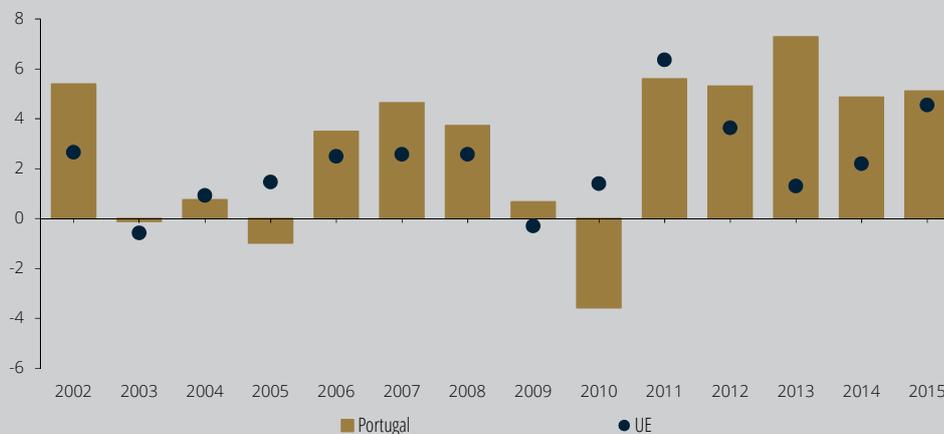
Gráfico 2 • Diferenças das taxas de variação dos valores unitários dos bens exportados por Portugal face à média da UE | Pontos percentuais



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal a partir da base de dados Comext.

Nota: O intervalo delimitado por "+" representa a amplitude amostral após eliminação de *outliers* segundo o método definido por Tukey (1977). O intervalo definido pela linha vertical corresponde à amplitude inter-quartil e o círculo à mediana da distribuição.

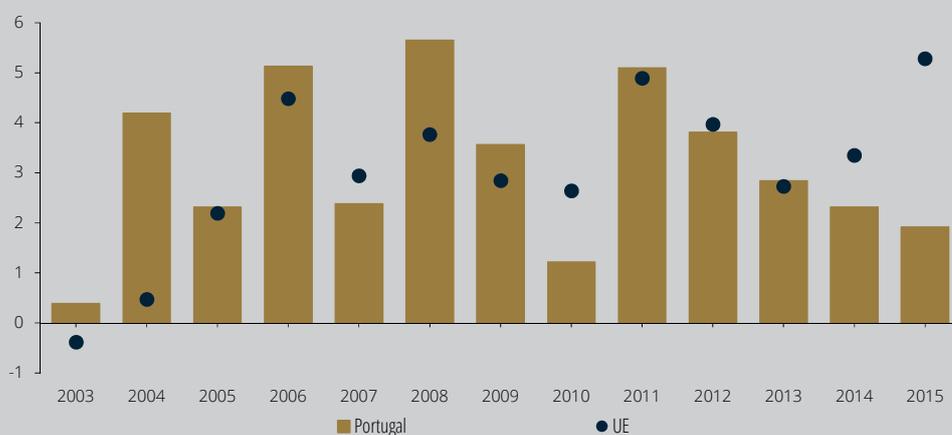
Gráfico 3 • Taxa de crescimento dos valores unitários dos artigos de vestuário e acessórios | Percentagem



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal a partir da base de dados Comext.

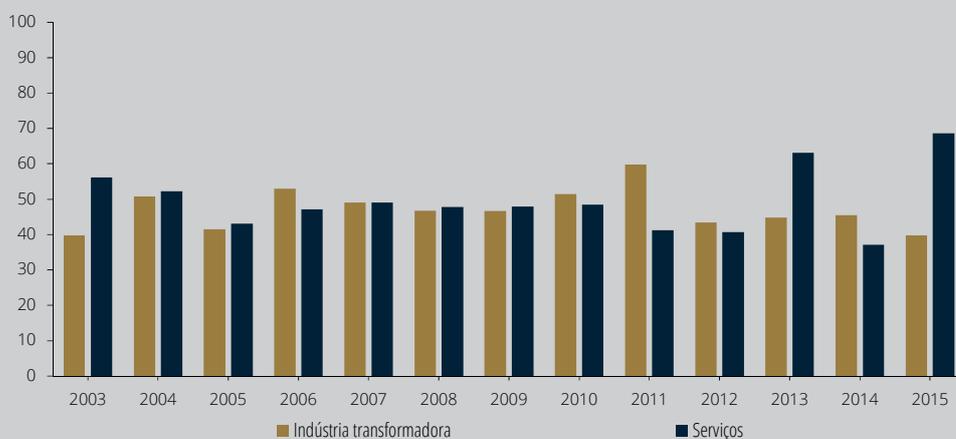
atividade e idade. A proporção dos exportadores de bens com atividade na indústria transformadora e nos serviços cujas taxas de crescimento dos valores unitários são superiores à taxa média ponderada da UE está representada no Gráfico 5. Na média do período observado, este peso situou-se em 50 por cento tanto para as empresas que operam na indústria transformadora como para as de serviços. Em 2011 e 2012 o peso dos bens exportados por empresas de serviços cuja evolução dos valores unitários foi superior à da UE reduziu-se. No entanto, no conjunto do período 2013–2015, esta proporção superou as anteriores, podendo indicar um aumento da capacidade competitiva destas empresas. Note-se que as empresas de serviços que exportam bens podem ser grossistas no comércio internacional ou representar o braço comercial de grupos empresariais da indústria transformadora.

Gráfico 4 • Taxa de crescimento dos valores unitários do calçado | Percentagem



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados dos inquéritos Intrastat, Extrastat e da base de dados Comext.

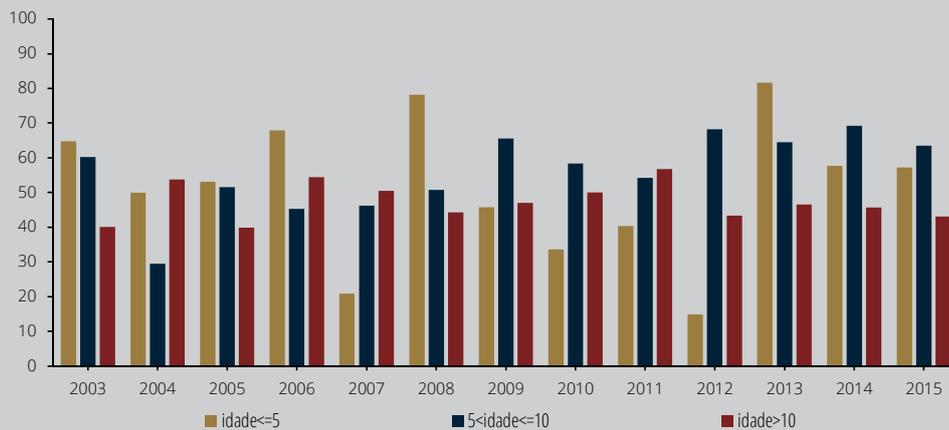
Gráfico 5 • Setor de atividade das empresas cuja taxa de variação dos valores unitários foi superior à média da UE | Percentagem do valor exportado



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados dos inquéritos Intrastat, Extrastat e da base de dados Comext.

No que concerne à idade dos exportadores, existe volatilidade em termos da prevalência de variações de valores unitários acima da média da UE. No entanto, o peso das empresas com idade inferior a cinco e entre cinco e dez anos cuja evolução dos valores unitários dos bens exportados esteve acima do observado na média da UE tem sido significativo, superando frequentemente o das empresas com idade superior a dez anos, como acontece no período 2013–2015 (Gráfico 6).

Gráfico 6 • Grupo etário das empresas cuja taxa de variação dos valores unitários foi superior à média da UE | Percentagem do valor exportado



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos inquéritos Intrastat, Extrastat e da base de dados Comext.

7. Preços

Ligeiro aumento da taxa de inflação, baseada nos preços dos serviços e dos bens alimentares não transformados

Em 2016, a taxa de inflação em Portugal medida pela variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) foi de 0,6 por cento, o que compara com 0,5 por cento em 2015 (Quadro 7.1 e Gráfico 7.1). No conjunto do ano, os preços dos serviços e dos bens alimentares não transformados revelaram maior dinamismo. Em contraste, os preços dos bens industriais, em particular energéticos, registaram uma variação negativa.

Analisando os contributos das diferentes categorias de bens para a taxa de inflação em 2016 (Gráfico 7.2), destaque-se o contributo positivo da variação de preços nos serviços (0,7 pontos percentuais) e, em menor grau, nos bens alimentares não transformados (0,2 pontos percentuais). Por sua vez, os bens industriais não energéticos e energéticos mantiveram um contributo negativo em 2016 (-0,1 e -0,2 pontos percentuais, respetivamente), tendo-se registado um contributo virtualmente nulo dos bens alimentares transformados.

Em 2016, o preço dos serviços registou um crescimento de 1,5 por cento, o que representa um aumento de 0,1 pontos percentuais face a 2015. Para este aumento contribuíram essencialmente os serviços de alojamento. Tal evolução insere-se num quadro de forte dinamismo do setor do turismo em Portugal. É igualmente de destacar, embora em menor escala, o contributo dos serviços telefónicos e de telecópia, dos serviços financeiros e ainda dos restaurantes e cafés. A taxa de variação dos preços dos bens alimentares não transformados reduziu-se 0,3 pontos percentuais para 1,6 por cento em 2016, enquanto a taxa de variação dos preços dos bens alimentares transformados cifrou-se apenas em 0,3 por cento, ou seja 0,9 pontos percentuais abaixo do valor de 2015.

Os bens industriais não energéticos mantiveram uma taxa de variação negativa (-0,3 por cento), embora menos acentuada do que no ano anterior (-0,7 por cento). Por seu turno, o preço dos bens energéticos manteve a trajetória descendente iniciada em novembro de 2013, tendo diminuído 1,8 por cento em 2016, após uma queda de 3,7 por cento no ano anterior, evolução que se insere num quadro de recuperação do preço do petróleo ao longo do ano de 2016.

Quadro 7.1 • IHPC – Principais agregados | Em percentagem

	Pesos 2016	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga			
		2014	2015	2016	16 T1	16 T2	16 T3	16 T4
Total	100,0	-0,2	0,5	0,6	0,4	0,5	0,7	0,8
Total excluindo energéticos	91,9	0,0	0,8	0,9	0,8	0,9	1,0	0,7
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	81,5	0,2	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,6
Bens	57,2	-1,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	0,1	0,3
Alimentares	24,0	-0,7	1,5	0,8	0,4	0,6	1,5	0,8
Não transformados	10,4	-2,1	1,9	1,6	0,1	1,4	3,3	1,5
Transformados	13,5	0,4	1,2	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2
Industriais	33,3	-1,4	-1,3	-0,7	-0,7	-1,1	-0,8	-0,1
Não energéticos	25,2	-1,4	-0,7	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,8
Energéticos	8,1	-1,5	-3,7	-1,8	-3,0	-3,6	-2,6	2,0
Serviços	42,8	1,1	1,4	1,5	1,4	1,7	1,5	1,6
<i>Por memória:</i>								
Contributo dos preços sujeitos a regulação (em p.p.)	-	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Contributo dos impostos (em p.p.)	-	0,1	0,2	-0,1	0,2	0,3	-0,4	-0,4
IPC	-	-0,3	0,5	0,6	0,5	0,5	0,7	0,8
IHPC – Área do euro	-	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,7

Fontes: Eurostat e INE.

Os preços dos bens energéticos contribuíram para a subida da inflação, num contexto de recuperação do preço do petróleo e de aumento do ISP

A evolução dos preços dos combustíveis antes de impostos refletiu em larga medida a diminuição do preço do petróleo, tendo a evolução do preço final sido influenciada sobretudo pelo aumento do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP), ocorrida em fevereiro de 2016 (Gráficos 7.3 e 7.4).

Esta evolução contrasta com a ocorrida em 2015, onde as margens e custos de refinação apresentaram um contributo positivo.

Manteve-se um diferencial positivo de inflação entre Portugal e a área do euro

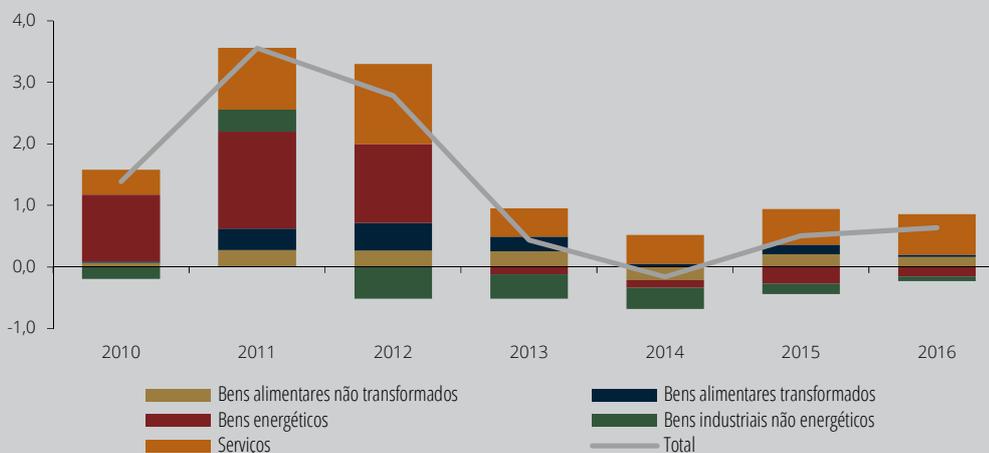
Em 2016, a taxa de inflação em Portugal situou-se acima do valor da área do euro, que se fixou em 0,2 por cento, mantendo-se o diferencial registado em 2015 (Gráfico 7.5). Embora a taxa de inflação na área do euro tenha subido de forma marcada na segunda metade do ano,

Gráfico 7.1 •
Índice harmonizado de preços no consumidor
| Em percentagem



Fonte: INE.

Gráfico 7.2 •
Contributos para a taxa de variação anual do IHPC
| Em pontos percentuais



Fonte: INE.

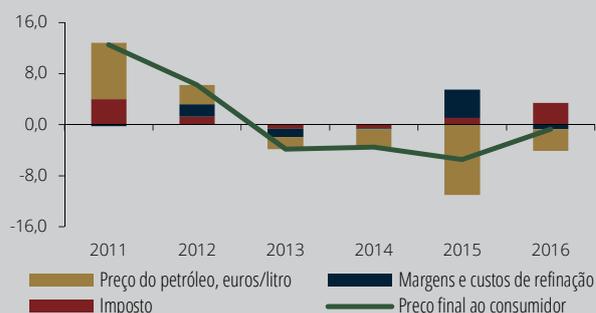
apenas em novembro superou a inflação em Portugal. Os bens industriais energéticos explicam a maior parte do diferencial de inflação entre Portugal e área do euro em 2016 (Gráfico 7.6). Nesta componente, o diferencial passou de 3,1 pontos percentuais em 2015 para 3,3 pontos percentuais em 2016. No caso dos serviços, o diferencial aumentou para 0,4 pontos percentuais em 2016, após um valor de 0,2 pontos percentuais em 2015. Inversamente, os preços dos bens industriais não energéticos cresceram a um ritmo inferior ao verificado na área do euro, tendência esta que se tem observado desde o início de 2012.

A taxa de inflação assentou principalmente no contributo dos custos unitários do trabalho

O Gráfico 7.7 decompõe a taxa de inflação homóloga no contributo dos principais determinantes do IHPC com base no modelo de análise e projeção de inflação do Banco de Portugal, denominada MIMO (*Monthly Inflation Model*)⁴⁰.

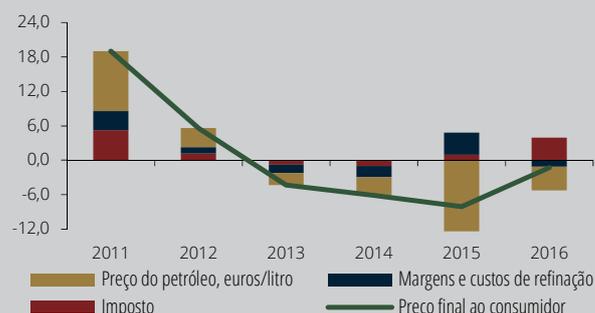
A análise sugere que o aumento da taxa de inflação ao longo do ano de 2016 refletiu essencialmente o aumento dos custos unitários do

Gráfico 7.3 • Contributos para a variação homóloga do preço da gasolina | Em pontos percentuais



Fontes: BCE e Direção Geral de Energia e Geologia.

Gráfico 7.4 • Contributos para a variação homóloga do preço do gasóleo | Em pontos percentuais



Fontes: BCE e Direção Geral de Energia e Geologia.



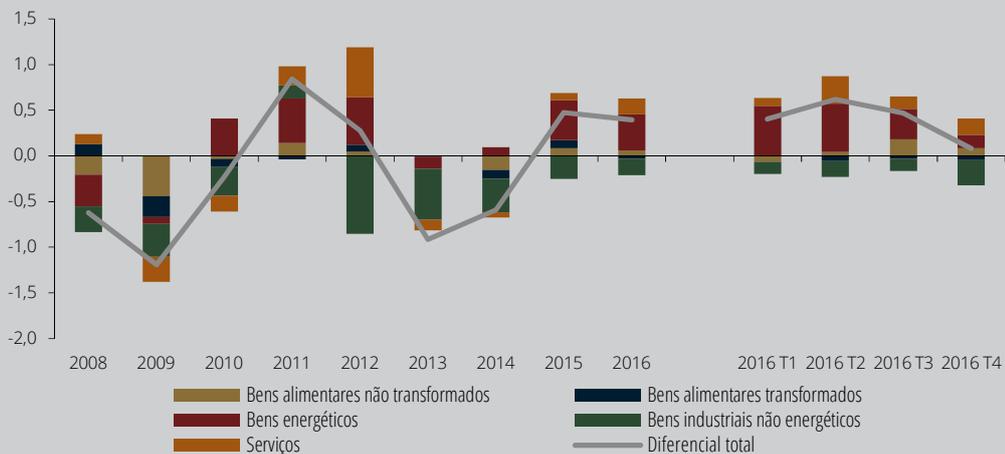
Fontes: Eurostat e INE.

Gráfico 7.5 • IHPC – Portugal e área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem e p.p.

trabalho, cujo contributo aumentou ao longo do ano, o que é consistente com o aumento das remunerações médias declaradas à Segurança Social (Secção 5: "Oferta"). Em contraste, os preços de importação de bens não energéticos contribuíram para atenuar o aumento da taxa de inflação ao longo de 2016. Os combustíveis, excluindo tributação, apresentaram igualmente um contributo negativo mas progressivamente menor no período recente, traduzindo sobretudo o perfil de evolução do preço do petróleo. Saliente-se ainda

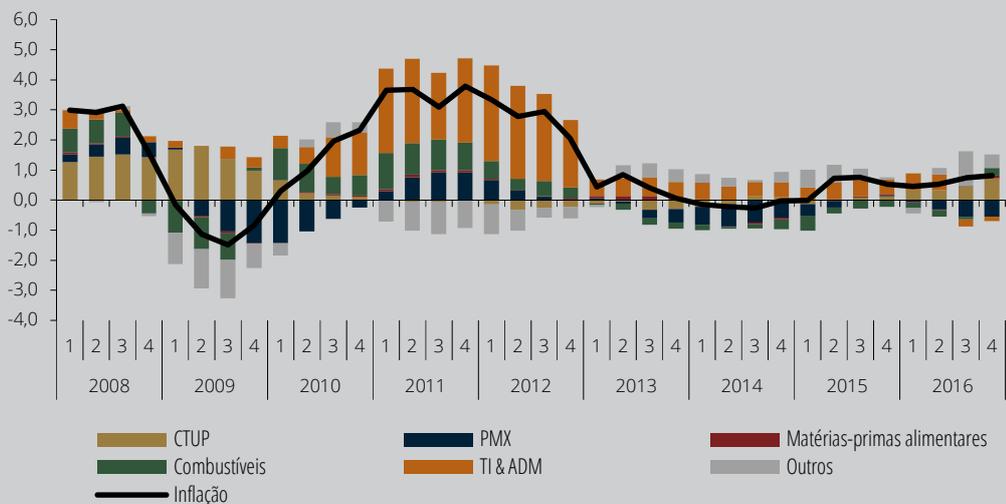
a descida do escalão do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) aplicado à restauração na segunda metade de 2016, a qual gerou um contributo negativo da rubrica de tributação indireta para a evolução da inflação. No terceiro trimestre de 2016, a rubrica *Outros* – que engloba fatores remanescentes não identificados que tenham contribuído para a inflação – assumiu considerável relevo, o que poderá estar associado ao facto de os restaurantes e cafés não terem refletido plenamente a descida do escalão do IVA nos

Gráfico 7.6 •
Diferencial entre Portugal e área do euro | Contributos, em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e INE.

Gráfico 7.7 •
Desagregação da taxa de inflação utilizando o MIMO | Contributos, em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Notas: CTUP – Custos do trabalho por unidade produzida; PMX – preços de importação de bens não energéticos; TI – Tributação indireta; ADM – Preços administrados. Obs: Na rubrica *Combustíveis*, o efeito da tributação está incluído na rubrica *TI & ADM*.

preços praticados. Tal é corroborado pela evolução do IHPC e do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor a Taxas de Imposto Constantes (IHPC-TC) nesta rubrica. Enquanto o primeiro índice registou uma taxa de variação homóloga no terceiro trimestre de 1,1 por cento, o segundo apresentou um crescimento de 8,8 por cento (1,4 por cento e 9,2 por cento no quarto trimestre, respetivamente).

As expectativas de inflação divulgadas pelo *Consensus Economics* mantiveram-se estáveis em

2016 em torno de 0,6 por cento, em linha com a inflação média observada (Gráfico 7.8). Esta evolução contrasta com as sucessivas revisões em alta das expectativas de inflação observadas ao longo de 2015. Também as expectativas de inflação para 2017 se mantiveram relativamente estáveis ao longo de 2016, em torno de 1,2 por cento, ou seja, há implícita uma expectativa de aceleração dos preços entre 2016 e 2017 (Gráfico 7.9).



Fontes: *Consensus Economics* e INE.

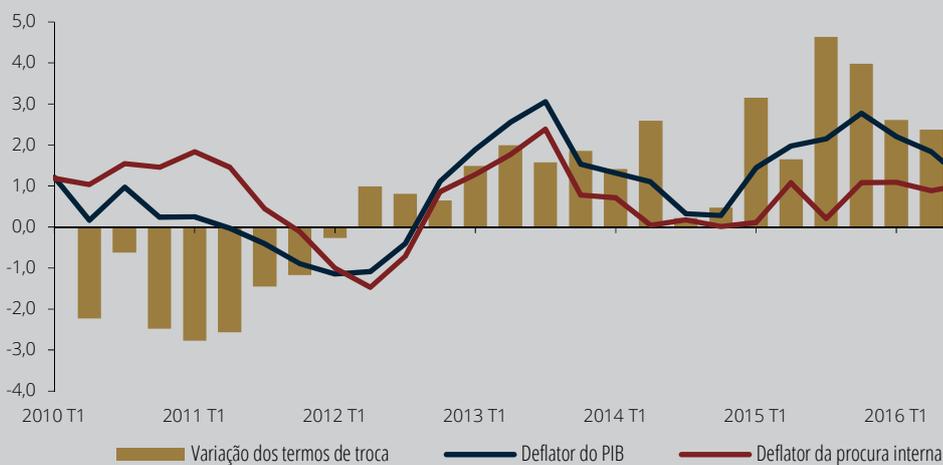


Fonte: *Consensus Economics*.

Crescimento do deflator do PIB superior ao do IHPC, num contexto de diminuição gradual dos termos de troca ao longo do ano

Ao longo de 2016, o deflator do PIB continuou a registar uma taxa de variação homóloga superior à do IHPC e à do deflator da procura interna, fenómeno que teve início na segunda metade de 2012. Uma vez que Portugal é um importador líquido de bens energéticos, a recuperação do preço do petróleo durante o ano de 2016 reduziu gradualmente o efeito positivo de termos de troca, tornando-o negativo no quarto trimestre (Gráfico 7.10).

Gráfico 7.10 •
Deflator do PIB,
deflator da procura
interna e termos
de troca
| Em percentagem



Fonte: INE.

8. Balança de Pagamentos

Em 2016, a capacidade de financiamento da economia aumentou para 1,5 por cento do PIB, após um valor de 0,3 por cento em 2015. Esta melhoria refletiu uma redução mais acentuada do investimento do que a verificada na poupança, num contexto de relativa estabilização das transferências líquidas de capital. Em termos setoriais (Gráfico 8.1), os particulares registaram uma ligeira redução da capacidade de financiamento, dada a redução das transferências de capital recebidas. A poupança corrente deste setor manteve-se, em percentagem do PIB, num valor inferior ao investimento, tendo ambos os agregados reduzido ligeiramente em 2016. As sociedades não financeiras, por seu lado, passaram de uma necessidade de financiamento, em 2015, para uma capacidade de financiamento em 2016, em virtude do aumento da poupança corrente, que mais do que compensou o ligeiro aumento do investimento.

... Aumento do excedente da balança corrente e de capital, assente nas exportações líquidas de bens e serviços

Em 2016, o excedente da balança corrente e de capital aumentou para 1,7 por cento do PIB, após um valor de 1,2 por cento em 2015 (Quadro 8.1). Esta subida do saldo resultou de uma redução do défice das balanças de bens e de rendimento primário (ambos em 0,3 p.p. do PIB) e de um aumento do excedente da balança de serviços (em 0,2 p.p. do PIB), associado ao desempenho do setor do turismo (Gráfico 8.2). Adicionalmente, o excedente da balança de capital diminuiu para 0,9 p.p. do PIB, o que compara com 1,2 p.p. em 2015, reforçando a evolução observada nos últimos anos e que está relacionada com a redução das transferências de fundos comunitários destinados a investimento.

... O dinamismo do setor do turismo continuou a ser determinante para o comportamento da balança de bens e serviços

O défice da balança de bens diminuiu 0,3 p.p. pelo segundo ano consecutivo. Esta diminuição resultou de um crescimento mais acentuado das exportações de bens (0,8 por cento) face ao das importações (0,3 por cento).

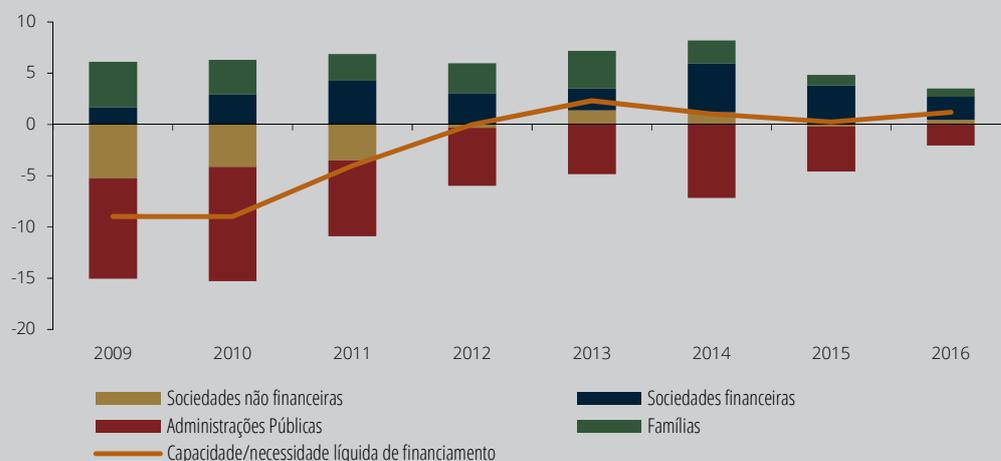


Gráfico 8.1 •
Capacidade / necessidade de financiamento da economia
| Em percentagem do PIB

Fonte: INE.

Quadro 8.1 • Balança corrente e balança de capital | Em percentagem do PIB

	2013	2014	2015	2016
Balança corrente e balança de capital	3,2	1,5	1,2	1,7
Balança corrente	1,6	0,1	0,1	0,8
Balança de bens e serviços	1,9	1,1	1,8	2,2
Bens	-4,7	-5,5	-5,2	-4,9
Serviços	6,6	6,6	6,9	7,1
<i>dos quais:</i>				
Viagens e turismo	3,6	4,1	4,4	4,8
Balança de rendimento primário	-1,2	-2,0	-2,5	-2,2
Balança de rendimento secundário	0,9	0,9	0,8	0,8
<i>do qual:</i>				
Remessas de emigrantes / imigrantes	1,4	1,5	1,6	1,5
Balança de capital	1,6	1,4	1,2	0,9
Balança financeira	3,3	1,6	1,2	1,7
Erros e omissões	0,1	0,1	0,0	0,0

Fontes: INE e Banco de Portugal.

O excedente da balança de serviços voltou a aumentar, situando-se em 7,1 por cento do PIB, em 2016. As exportações de serviços cresceram 4,4 por cento, desacelerando face ao ano anterior, em que a taxa de variação foi de 7,5 por cento. O crescimento registado em 2016 deveu-se essencialmente ao contributo da rubrica de viagens e turismo. Esta componente continuou a registar um dinamismo significativo, traduzido numa variação de 10,7 por cento, em 2016, que compara com 10,2 por cento no ano anterior. O principal contributo para a desaceleração das exportações dos outros serviços resultou do comportamento daqueles que são fornecidos por empresas, que registaram uma taxa de variação de -3,3 por cento, que compara com um crescimento de 15,4 por cento em 2015.

Uma evolução semelhante foi registada nas importações de serviços, observando-se uma variação de 3,1 por cento após um valor de 5,8 por cento em 2015. Os principais contributos para o crescimento em 2016 foram as rubricas das viagens e turismo, direitos cobrados pela utilização de propriedade intelectual não incluídos noutras rubricas e outros serviços fornecidos por empresas.

O saldo da balança comercial em 2016 beneficiou de um efeito volume positivo, contrariamente ao que sucedeu nos dois anos anteriores (Gráfico 8.3). No entanto, o maior contributo resultou do efeito dos termos de troca, embora menos expressivo do que no ano anterior. Este efeito esteve

associado à evolução dos preços dos bens energéticos (Secção 2: "Enquadramento internacional" e Secção 7: "Preços").

Os rendimentos pagos ao exterior diminuíram e os subsídios provenientes da União Europeia aumentaram

O défice da balança de rendimento primário diminuiu 0,3 p.p. do PIB em resultado da diminuição de 0,4 p.p. dos rendimentos pagos ao exterior e da manutenção dos rendimentos recebidos de entidades não residentes. A redução dos rendimentos pagos ao exterior esteve essencialmente associada à diminuição do *stock* de passivos externos por parte dos setores residentes, em particular, Administrações Públicas e Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM). A estabilização dos rendimentos primários recebidos do exterior resultou de evoluções contrárias. Por um lado, ocorreu uma diminuição do recebimento dos juros associados a títulos de dívida de longo prazo em carteira do Banco de Portugal, das Sociedades de Seguros e Fundos de Pensões (SSFP) e, em menor grau, dos Particulares. A redução por parte das SSFP e dos Particulares esteve associada à diminuição da carteira de títulos de dívida de longo prazo emitidos por não residentes, enquanto no caso do Banco

de Portugal se deveu a uma diminuição da taxa de rendibilidade dos títulos. Por outro lado, ocorreu um aumento das receitas de subsídios provenientes da União Europeia.

As componentes da balança de rendimento secundário apresentaram uma estabilização em percentagem do PIB. No que se refere às remessas de emigrantes, verificou-se uma desaceleração

traduzida num aumento de 0,8 por cento, após uma taxa de 8,3 por cento em 2015. Observou-se um comportamento diferenciado por país de origem. As remessas oriundas da Suíça, Angola e Alemanha diminuíram mas assistiu-se a aumentos das transferências provenientes de França, EUA, Reino Unido e, em menor grau, da Espanha e Luxemburgo.

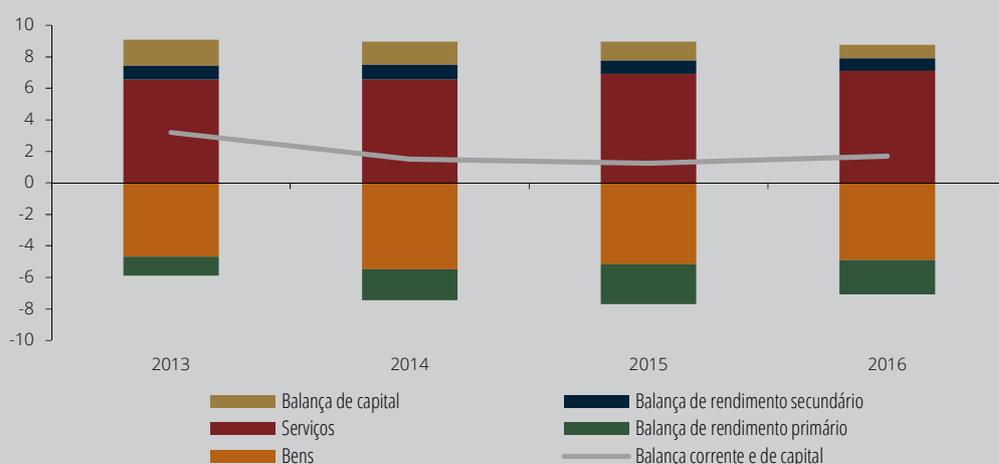


Gráfico 8.2 •
Decomposição
do saldo da
balança corrente
e de capital
| Em percentagem
do PIB

Fontes: INE e Banco de Portugal.

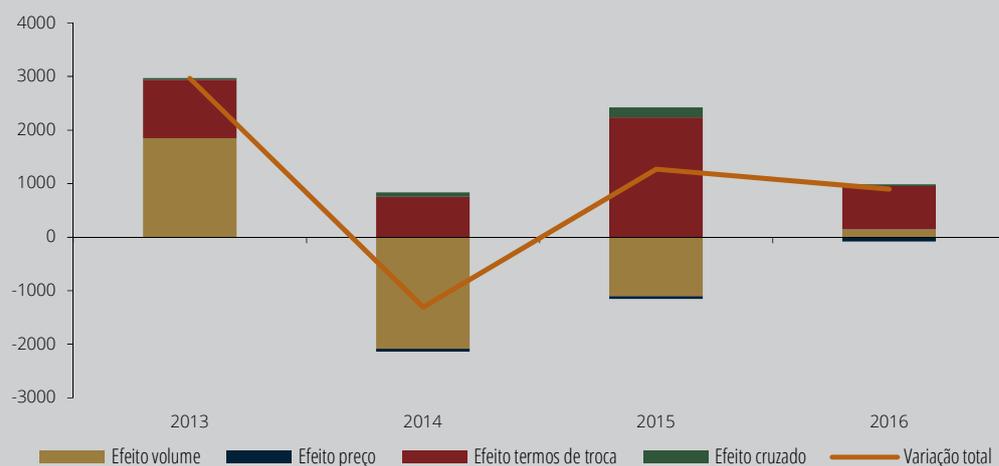


Gráfico 8.3 •
Decomposição
da balança
de bens e serviços
| Em milhões
de euros

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (diminuição) do saldo da balança de mercadorias e serviços. A variação do saldo da balança de mercadorias e serviços pode ser decomposta em quatro efeitos: efeito volume – efeito da variação das quantidades importadas e exportadas; $[X_{t-1.vxt}] - [M_{t-1.vmt}]$ – efeito preço - efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo; $[X_{t-1.pt}] - [M_{t-1.pt}]$ – efeito termos de troca - efeito da variação relativa dos preços de exportação e de importação; $[X_{t-1.(pxt-pt)}] - [M_{t-1.(pmt-pt)}]$ – efeito cruzado - efeito da interação entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação. $[X_{t-1.vxt.pxt}] - [M_{t-1.vmt.pmt}]$. Considera-se a seguinte notação: X_{t-1} e M_{t-1} são as exportações e importações do ano t-1 a preços correntes; vxt e vmt são as taxas de variação em volume das exportações e das importações em t; pxt e pmt são as taxas de variação dos preços das exportações e das importações em t; pt é a taxa de variação média dos preços de comércio externo no ano t $((pxt+pmt)/2)$.

A capacidade de financiamento da economia portuguesa refletiu-se na redução do saldo negativo da posição de investimento internacional e da dívida externa líquida

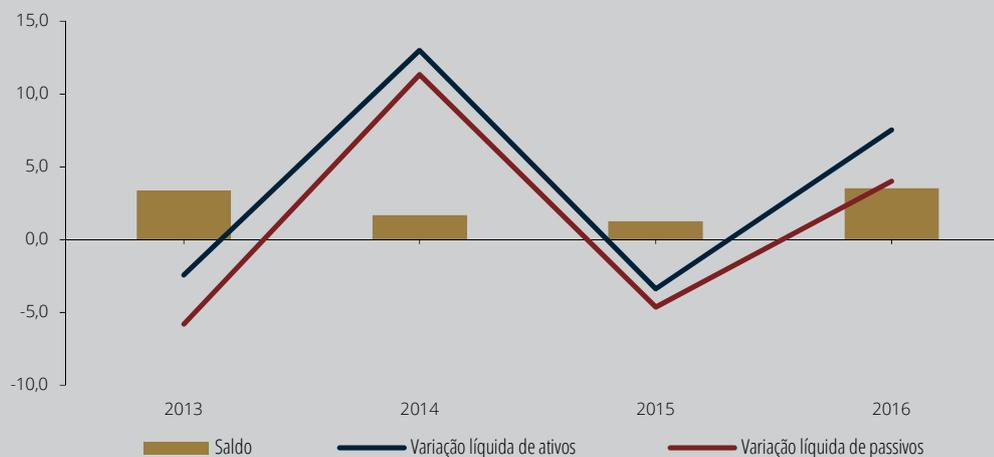
O excedente da balança corrente e de capital registado em 2016 implicou um excedente da balança financeira, ou seja, a aquisição de ativos financeiros externos por parte de residentes foi superior à aquisição de ativos nacionais por parte de não residentes (Gráfico 8.4).

Quadro 8.2 • Balança financeira | Em percentagem do PIB

	2013	2014	2015	2016
Balança financeira	3,3	1,6	1,2	1,7
Investimento direto	-1,7	-1,5	-0,6	-2,2
Varição líquida de ativos	3,0	4,2	0,5	1,9
Varição líquida de passivos	4,7	5,7	1,1	4,1
Investimento de carteira	2,6	-0,7	0,2	8,0
Varição líquida de ativos	-0,1	4,2	0,6	0,9
Varição líquida de passivos	-2,7	4,9	0,3	-7,1
Derivados financeiros	0,6	1,1	0,2	0,3
Outro investimento	1,6	1,7	0,6	-6,9
Varição líquida de ativos	-6,2	2,3	-5,4	-2,0
Varição líquida de passivos	-7,8	0,5	-5,9	4,9
Ativos de reserva	0,3	1,0	0,8	2,5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

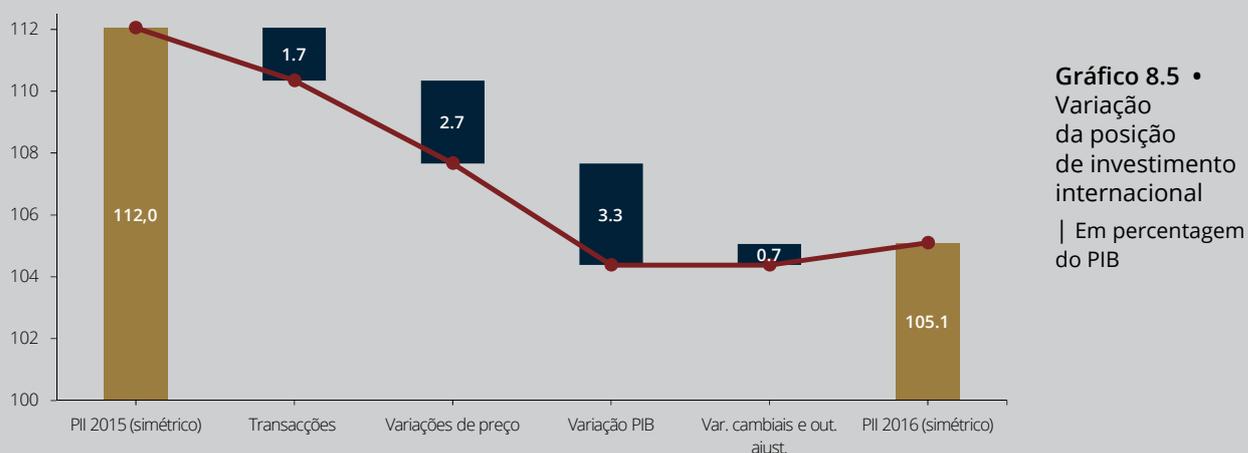
Gráfico 8.4 •
Varição líquida de ativos e passivos financeiros e saldo da balança financeira
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

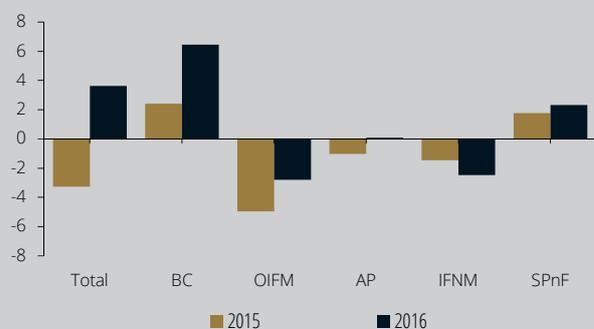
Esta saída líquida de fundos correspondeu a 1,7 por cento do PIB e contribuiu para a melhoria da Posição de Investimento Internacional (PII) da economia portuguesa. No final de 2016, a PII ascendia a -105,1 por cento do PIB, o que correspondeu a uma melhoria de 6,9 p.p. do PIB (Quadro 8.3). Para além do efeito das transações da balança financeira, a variação total da PII, em percentagem do PIB, pode ser decomposta nas variações de preços dos instrumentos financeiros, variações cambiais nos casos de instrumentos denominados em moeda estrangeira, outros

ajustamentos, como reclassificações, e ainda pelo efeito do denominador, ou seja a variação nominal do PIB. Deste modo, para além do efeito da balança financeira, o saldo da PII em percentagem do PIB foi influenciado positivamente pelo efeito da variação do PIB nominal, estimado em 3,3 p.p., e pelas variações de preço, que correspondem a 2,7 p.p. do PIB (Gráfico 8.5). Nesta última rubrica, quer a valorização dos ativos financeiros detidos por residentes quer as perdas de valor das responsabilidades nacionais junto de não residentes contribuíram para



Fontes: INE e Banco de Portugal.

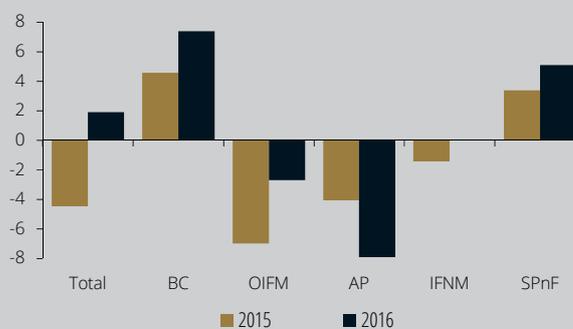
Gráfico 8.6 • Variação líquida de ativos⁽¹⁾
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (1) A variação líquida de ativos corresponde à compra menos venda de ativos estrangeiros por parte de entidades residentes. Um sinal (+) representa uma saída líquida de fundos da economia portuguesa.

Gráfico 8.7 • Variação líquida de passivos⁽²⁾
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (2) A variação líquida de passivos corresponde ao aumento menos amortizações de passivos nacionais junto de entidades não residentes. Um sinal (+) representa uma entrada líquida de fundos na economia portuguesa.

um efeito positivo no saldo da PII. Em particular, as subidas das taxas de rendibilidade da dívida soberana traduzem-se numa descida do preço dos títulos com impacto positivo na PII. Em sentido contrário, registou-se um contributo negativo das variações cambiais e outros ajustamentos, equivalente a 0,7 p.p. do PIB.

O Banco de Portugal e as sociedades não financeiras adquiriram ativos estrangeiros, enquanto os não residentes desinvestiram em títulos de dívida pública e de Outras Instituições Financeiras Monetárias

Em 2016, o Banco de Portugal foi o principal agente a investir em ativos externos, nomeadamente através da aquisição de títulos de dívida, quer sob a classificação funcional de ativos de reserva, quer em particular de investimento de carteira e da constituição de depósitos junto de entidades não residentes. Esta ação do Banco de Portugal corresponde à participação na implementação das decisões de política monetária do Eurosistema. Apesar destas operações, a Posição de Investimento Internacional

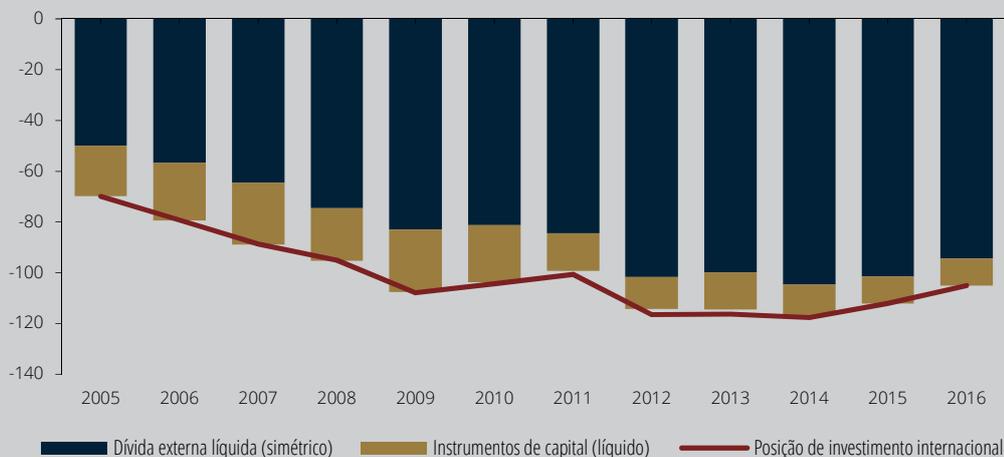
do Banco de Portugal manteve-se praticamente inalterada uma vez que ocorreu também um aumento significativo de responsabilidades junto de não residentes em particular sob a forma de passivos face ao Eurosistema. É ainda de referir que a valorização do ouro monetário contribuiu para o aumento dos ativos financeiros em 0,9 p.p. do PIB (Gráficos 8.6 e 8.7).

Outros agentes que realizaram investimentos no exterior, embora em menor grau, foram as sociedades não financeiras (SNF). Estes investimentos ocorreram principalmente com empresas nas quais se estabeleceram relações de investimento direto e através das quais obtiveram financiamentos (Caixa 8.1 "Fluxos de investimento direto dirigidos à economia portuguesa"). O saldo destas operações cruzadas refletiu-se num aumento de passivos superior ao dos ativos e na deterioração do saldo da PII deste setor.

Contrariamente ao aumento de passivos externos por parte do Banco de Portugal e das SNF, assistiu-se a um significativo desinvestimento de não residentes em títulos de dívida pública nacional (Secção 4: "Política e situação orçamental") e, em menor grau, em títulos emitidos por OIFM.

No caso das Administrações Públicas, para além das operações com títulos de dívida emitidos

Gráfico 8.8 •
Posição de investimento internacional, dívida externa líquida e posição em instrumentos de capital
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

é de referir a amortização dos empréstimos obtidos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Estas operações constituíram um importante contributo para a redução do *stock* de passivos externos deste setor em 12,5 p.p. do PIB. Para este resultado foi também importante quer o efeito do PIB, quer a desvalorização das obrigações do Tesouro, num contexto de aumento das taxas de rentabilidade da dívida pública.

No que se refere às responsabilidades das OIFM, para além da redução de passivos sob a forma de títulos de dívida verificou-se uma redução

dos depósitos de não residentes. De igual modo, registou-se uma diminuição das aplicações nestes títulos por parte das OIFM no exterior. O volume destas operações foi mais significativo que o da redução de passivos, pelo que o saldo negativo da PII deste setor se agravou em 1 p.p. do PIB.

Dadas as significativas operações em títulos de dívida emitidos por residentes, a dívida externa líquida, que é obtida excluindo da PII os instrumentos de capital e derivados financeiros, registou uma redução de 7 p.p. do PIB, passando de 101,5 por cento do PIB em 2015 para 94,4 por cento do PIB em 2016 (Gráfico 8.8).

Quadro 8.3 • Posição de Investimento Internacional | Em percentagem do PIB

	2013	2014	2015	2016
Posição de Investimento Internacional	-116,3	-117,7	-112,0	-105,1
Investimento direto	-27,3	-31,1	-30,8	-32,0
Investimento direto – Ativo	42,1	42,7	42,6	43,5
Investimento direto – Passivo	69,4	73,9	73,4	75,5
Investimento carteira	-10,2	-10,6	-9,2	0,8
Investimento carteira – Ativo	64,8	68,8	66,7	65,9
Investimento carteira – Passivo	75,0	79,3	76,0	65,1
Outro investimento	-84,5	-84,3	-82,0	-86,6
Outro investimento – Ativo	68,2	69,1	61,9	58,1
Outro investimento – Passivo	152,7	153,4	143,9	144,7
Ativos de Reserva e Derivados	5,7	8,3	10,0	12,8

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Caixa 8.1 | Fluxos de investimento direto dirigidos à economia portuguesa⁴¹

A atual situação da economia portuguesa caracteriza-se por um crescimento económico moderado, uma taxa de investimento relativamente reduzida e uma evolução desfavorável da produtividade do trabalho, num cenário de endividamento elevado dos diferentes setores institucionais. Neste contexto, a aceleração da atividade económica e o aumento da produtividade requerem um esforço de investimento que será mais fácil de implementar caso exista possibilidade de atrair capital externo.

O investimento direto do exterior em Portugal traduz a capacidade da economia portuguesa em atrair capital, resultando também em externalidades positivas, nomeadamente em termos de partilha de tecnologia e conhecimento empresarial. Deste modo, importa analisar mais detalhadamente a natureza e a composição desses fluxos.

As estatísticas da balança de pagamentos relativas ao investimento direto do exterior em Portugal incluem as transações financeiras relativas aos ativos e passivos das empresas residentes com os seus investidores diretos não residentes, bem como todas as transações financeiras entre empresas residentes e não residentes, detidas (direta ou indiretamente) pela mesma entidade não residente⁴². Deste modo, são registados fluxos financeiros com naturezas diferenciadas, compreendendo as rubricas de lucros reinvestidos, investimento em imobiliário, instrumentos de dívida e os restantes instrumentos de capital.

Os lucros reinvestidos correspondem à componente de resultados das empresas que fica retida nas mesmas e refletem a atribuição dos mesmos aos detentores estrangeiros do seu capital. Deste modo, o seu registo na balança de pagamentos ocorre nos rendimentos de investimento e na balança financeira, no sentido do aumento do investimento. Os lucros reinvestidos são registados no período em que são gerados.

O investimento imobiliário corresponde ao investimento, por parte de não residentes, em propriedades e casas no território nacional, quer para uso pessoal, quer para arrendamento.

Os instrumentos de dívida abrangem a disponibilização de fundos, por parte de entidades não residentes – sob a forma de empréstimos ou títulos de dívida – enquanto os instrumentos de capital representam os direitos de propriedade sobre a entidade residente.

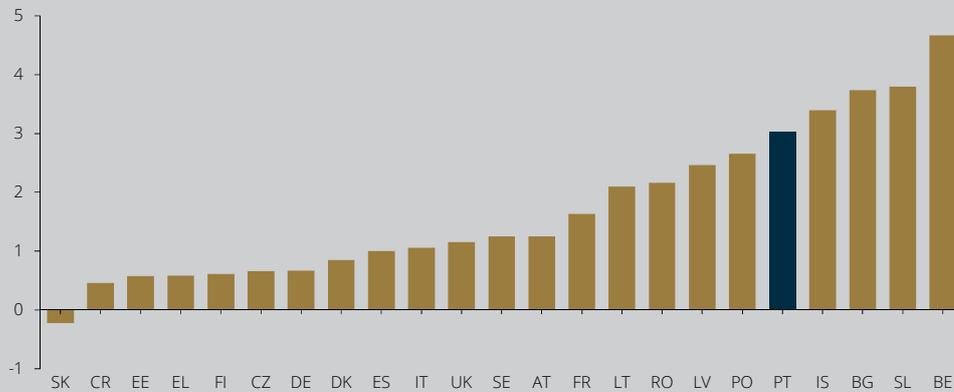
Numa economia aberta como a portuguesa, o investimento direto do exterior constitui uma importante fonte de entrada de fluxos financeiros. Comparando com outros países europeus, Portugal é um dos principais recetores de investimento direto em percentagem do PIB (Gráficos 1 e 2).

Durante muitos anos, a entrada de fundos na economia portuguesa foi feita principalmente sob a forma de investimento de carteira e de outro investimento. No período 1996-2016, o investimento direto do exterior representou, em média, uma entrada líquida anual de fundos na economia de 2,4 por cento do PIB. No entanto, nos últimos anos e num cenário de redução do endividamento externo, os fluxos de investimento direto têm aumentado a sua importância relativa na economia portuguesa. Em 2013 e 2015 constituíram mesmo a principal forma de captação de financiamento externo (Gráfico 3).

Desde 2008, este investimento representou em média 2,1 por cento do PIB, tendo sido mais elevado nos anos de 2011 e 2012, quando atingiu o valor de 4,1 por cento do PIB, bem como nos últimos dois anos, em que ascendeu em média a 3,2 por cento do PIB.

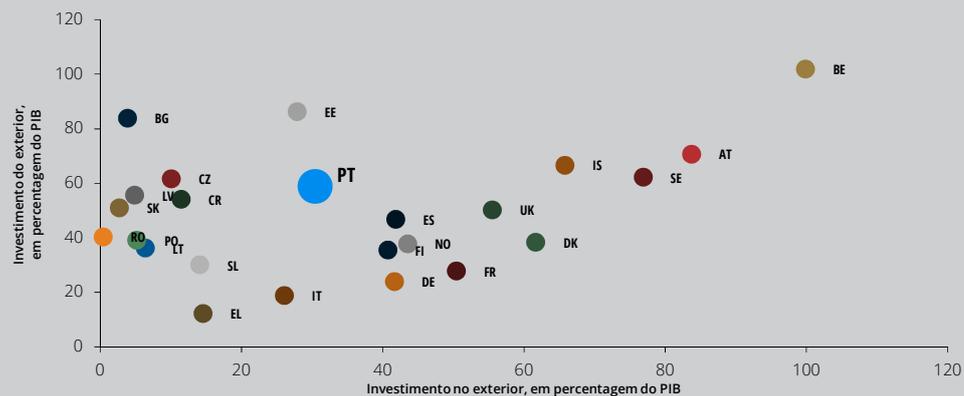
A necessidade de fundos na economia portuguesa foi parcialmente satisfeita com recurso a privatizações, que se traduziram em compras de ativos por parte de não residentes. Deste modo, em 2011 e 2012, a composição do investimento direto do exterior em Portugal assumiu essencialmente a forma de instrumentos de capital e esteve associado ao setor das sociedades não financeiras (Gráficos 4 e 5).

Gráfico 1 • Investimento direto do exterior – transações – 2015
| Em percentagem do PIB



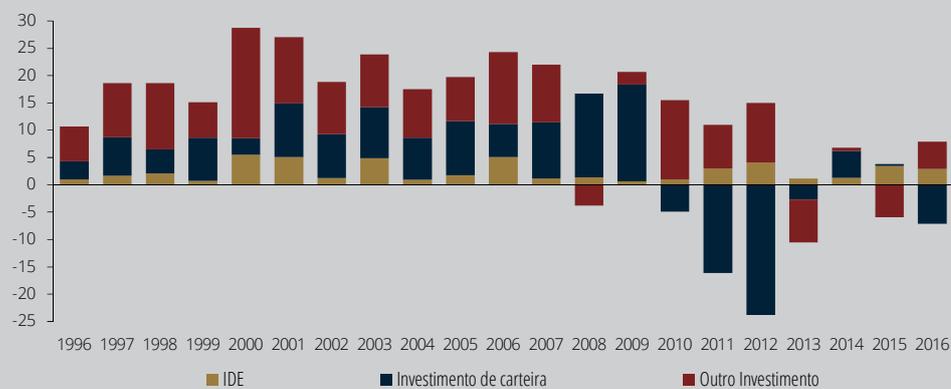
Fonte: Eurostat.

Gráfico 2 • Investimento direto de / no exterior (stocks em 2015) | Em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat.

Gráfico 3 • Investimento direto do exterior e outras formas de entradas de fundos na economia portuguesa – transações | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Após uma diminuição da entrada de fundos em 2013 e 2014, assistiu-se nos últimos dois anos a uma nova intensificação das transações financeiras. No entanto, em termos de instrumento verificou-se uma redução dos montantes de investimento no capital de empresas, por contrapartida do aumento das transações em instrumentos de dívida. Isto é, as empresas residentes que foram objeto de investimento direto estrangeiro usaram esse canal para conseguirem financiamento junto das empresas do grupo, ultrapassando condições mais restritivas de financiamento em Portugal. Este financiamento pode dizer respeito quer a empréstimos, quer a emissões de títulos de dívida tomados por empresas do grupo.

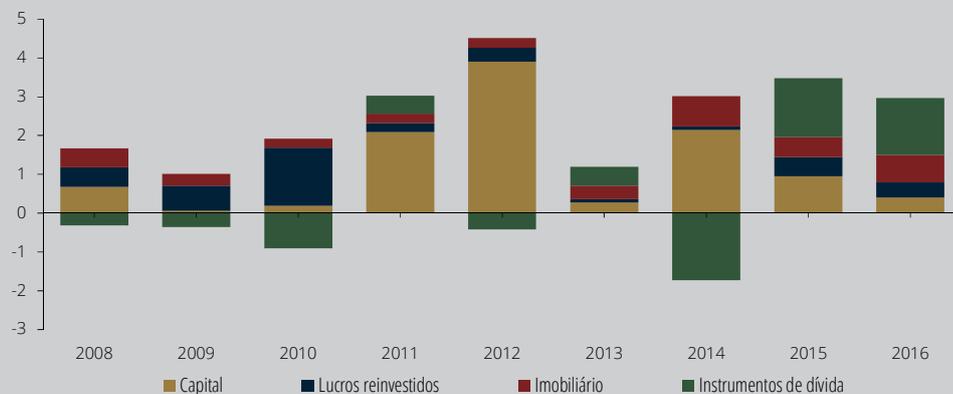
Nos últimos três anos, o investimento em imobiliário reforçou também o seu peso como componente do investimento direto⁴³. Em 2016, os fluxos associados a estas operações ultrapassaram os fluxos de investimento em outros instrumentos de capital (0,7 por cento face a 0,4 por cento do PIB). Esta evolução refletiu a procura de terrenos e imóveis por parte de não residentes, em linha com o perfil das autorizações de residência para atividade de investimento.

Gráfico 4 • Investimento direto do exterior em Portugal, por setor institucional – transações | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5 • Investimento direto do exterior em Portugal, por tipo de operação – transações | Em percentagem do PIB

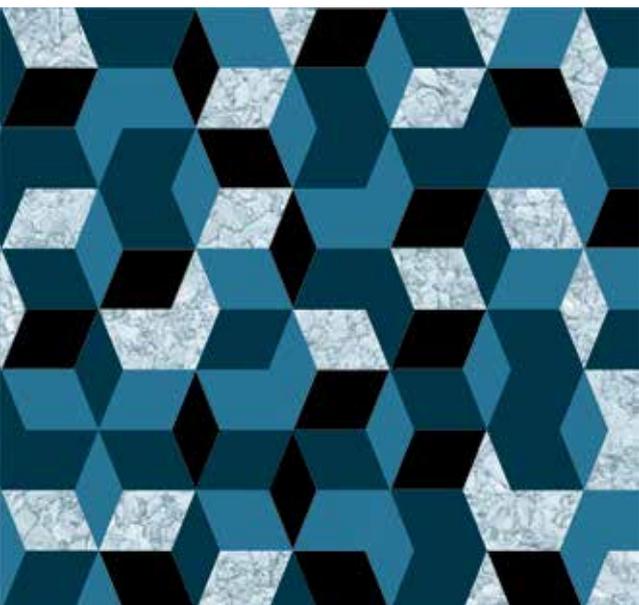


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas

1. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/projecoes_mar_pt_0.pdf
2. Para mais detalhes, veja-se Félix *et al.* (2007) "MIMO – Um modelo mensal para a inflação", *Boletim Económico* de inverno do Banco de Portugal.
3. Note-se que Angola não está incluída no conjunto de países utilizados no âmbito do procedimento do Eurosistema para calcular a procura externa dirigida a cada país.
4. O APP é composto por quatro programas: o programa de compra de obrigações hipotecárias (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP), que vai na sua terceira edição; o programa de compra de instrumentos de dívida titularizados (*Asset-backed Securities Purchase Programme*, ABSPP), o programa de compra de ativos do sector público em mercados secundários (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP); e o CSPP. Os primeiros dois programas começaram em 2014 e o terceiro em 2015.
5. O Conselho do BCE anunciou na reunião de dezembro de 2016 a decisão de estender o APP até ao final de 2017. No entanto, desde março que o montante das compras passou de 80 para 60 milhares de milhões de euros.
6. A arquitetura do Eurosistema apenas possibilita que instituições monetárias e financeiras tenham acesso à taxa de juro da FPD do BCE.
7. A este respeito, veja-se, por exemplo, o discurso de Yves Merch, "Ructions in the repo market — monetary easing or regulatory squeezing?", no dia 26 de janeiro de 2017.
8. Este facto tende a ser visível no mercado *repo* e, especialmente, em datas próximas de reportes contabilísticos e para taxas associadas a jurisdições percecionadas como seguras. No último dia útil de dezembro de 2016, algumas taxas *repo* atingiram mínimos históricos.
9. Ver Antunes, Homero e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", *Revista de Estudos Económicos*, vol 2, nº 2, Banco de Portugal.
10. O crédito total a sociedades não financeiras inclui os empréstimos concedidos por bancos residentes, os empréstimos concedidos por não residentes, emissões de títulos de dívida (detidos por residentes e não residentes), os créditos comerciais (concedidos por residentes e não residentes), os empréstimos de particulares e os empréstimos do Tesouro, estes últimos relevantes no caso do crédito às empresas públicas.
11. Endividamento considerado inclui a soma dos créditos bancários obtidos, títulos de dívida e créditos comerciais.
12. Ver Caixa "Evolução do endividamento das empresas em Portugal e na área do Euro", *Boletim Económico*, maio de 2016, Banco de Portugal. Consideram-se os dados das contas nacionais financeiras e a medida de endividamento considerada é o rácio da dívida (empréstimos e títulos de dívida) no ativo total.
13. Félix, S. (2017) "Criação e sobrevivência de empresas em Portugal", *Revista de Estudos Económicos*, Banco de Portugal.
14. A IES inclui informação económica, financeira e contabilística do universo das empresas não financeiras portuguesas e está disponível para o período entre 2005 e 2015. No entanto, a alteração do sistema de normalização contabilística em 2010 implica alguma perda de comparabilidade dos dados.
15. Uma intermitência de reporte é observada quando a empresa reporta à IES no ano $t-1$ e $t+1$, e está ausente no ano t .
16. Importa referir que algumas das ausências consideradas saídas em 2015 podem constituir intermitências de reporte. Esta situação só poderá ser verificada com a disponibilização da IES relativa a 2016. No entanto, no período em análise, apenas cerca de 0.2 por cento das observações são intermitências de reporte.
17. EBIT é o acrónimo para *Earnings Before Interest and Taxes*.
18. Note-se que este é o conjunto de fatores que cumpre os critérios para classificação como medidas temporárias definidos no contexto do Eurosistema, não coincidindo necessariamente com a classificação adotada por outras instituições.
19. Recorde-se que, em agosto de 2016, o Conselho da União Europeia recomendou precisamente uma estabilização do saldo estrutural. Contudo, o cumprimento desta recomendação deverá ser avaliado com base na metodologia de ajustamento cíclico e na definição de medidas temporárias adotadas pela Comissão Europeia.
20. Recorde-se que o impacto da resolução do BANIF em 2015 é tratado como uma medida temporária, de acordo com a definição adotada no Eurosistema. Esta operação teve um impacto de elevada magnitude na rubrica referente às transferências de capital, essencialmente em resultado do aumento de capital por parte do Estado. Em menor grau, afetou ainda o agregado do investimento público por via do registo da aquisição de bens imobiliários por parte da Oitante, um veículo criado no contexto do processo de resolução.
21. As entregas de material militar realizadas em 2016 dizem respeito à venda de aviões F-16 à Roménia e afetam negativamente o agregado de investimento das administrações públicas. Embora o respetivo impacto no saldo seja pontual, estas operações não são consideradas como medidas temporárias no contexto da definição adotada pelo Eurosistema.
22. Em 2015 verificou-se um conjunto de operações que contribuíram para um aumento das despesas de capital das administrações públicas nesse ano: conversão em aumentos de capital de suprimentos concedidos pela *Wolfpart* à Caixa Imobiliário; registo de pedidos de reforço orçamental por parte do Instituto de Financiamento da Agricultura e Pescas; aumentos de capital em empresas públicas que não se inserem no perímetro das administrações públicas.
23. Recorde-se que se iniciou em 2015 a reversão da redução remuneratória em vigor nas administrações públicas desde 2011, tendo sido repostos 20 por cento dos cortes. Em 2016, realizou-se a parte remanescente da reversão de forma gradual ao longo do ano, a um ritmo de 25 por cento em cada trimestre.
24. Recorde-se que, no início de 2015, o Banco Central Europeu anunciou o alargamento do âmbito dos programas de aquisição de ativos então em vigor, os quais passaram a contemplar também a aquisição de obrigações emitidas por administrações centrais da área do euro, bem como organismos e instituições europeias.
25. A taxa de juro implícita resulta do rácio entre a despesa em juros e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e do ano anterior.

26. A análise desenvolvida na presente Caixa baseia-se na metodologia desenvolvida no contexto do Eurosistema que permite desagregar a evolução estrutural da receita de impostos e contribuições sociais nas seguintes componentes: i) impacto das alterações legislativas; ii) contributo da discrepância entre a variação nominal tendencial da base macroeconómica relevante e o PIB; iii) efeito da elasticidade orçamental em termos estruturais e iv) componente residual. A componente residual corresponde à parte da variação estrutural que não é explicada pelos efeitos anteriores. Para maior detalhe, ver Kremer *et al.* (2006), *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, Working paper BCE 579, e Braz, C. (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma actualização", *Boletim Económico* de inverno do Banco de Portugal.
27. Note-se que apenas no caso do ISP a estimativa do impacto do aumento da tributação reflete já uma reavaliação *ex post* baseada na execução final do ano.
28. A receita total de contribuições sociais inclui as contribuições sociais efetivas do regime dos funcionários públicos e as contribuições imputadas, ambas registadas nas despesas com pessoal do lado da despesa.
29. Ver a Caixa 5.2 do *Boletim Económico* de outubro de 2016 por uma caracterização do desemprego de muito longa duração em Portugal.
30. De acordo com a definição do *Eurostat*, os serviços transacionáveis incluem Alojamento e restauração, Comércio e reparação, Transportes e armazenagem e actividades de informação e de comunicação.
31. A produtividade aparente do trabalho foi calculada dividindo o VAB (dados encadeados em volume, milhões de euros) pelo emprego total (equivalente a tempo completo), exceto na recessão de 1992, em que foi calculada com base no PIB.
32. Para uma discussão veja-se, por exemplo, F. Caselli (2005) "Accounting for Cross-Country Income Differences", *Handbook of Economic Growth*, volume 1, capítulo 9.
33. Informação disponível em <https://fred.stlouisfed.org/release?rid=285>.
34. Tendo em conta o peso do comércio com Angola nas exportações nominais portuguesas, é possível estimar o impacto mecânico da queda das exportações para Angola no PIB nominal. Assim, em 2016, as exportações totais para Angola (bens e serviços), excluindo uma estimativa para os conteúdos importados, terão tido um contributo de cerca de -0,6 p.p. para o crescimento de 3,0 por cento do PIB nominal (em 2015, o contributo terá sido de cerca de -0,7 por cento para o crescimento de 3,7 por cento do PIB nominal).
35. Em 2016, há a destacar, em particular, o crescimento das remunerações recebidas pelas famílias (3,6 por cento, após 2,4 por cento em 2015).
36. Em 2016, a redução dos juros pagos pelas famílias teve um contributo de 0,4 p.p. para o crescimento de 3,2 por cento registado pelo rendimento disponível em termos nominais.
37. Ver tema em destaque "Evolução recente do crédito ao consumo: Uma abordagem macroprudencial", *Relatório de Estabilidade Financeira*, Banco de Portugal, novembro de 2016.
38. Depois de quedas em termos homólogos de 1,5 por cento nos dois primeiros trimestres de 2016, as exportações nominais de bens registaram crescimentos de 1,9 e 5,1 por cento, respetivamente, no terceiro e quarto trimestres de 2016. Para esta evolução contribuiu igualmente a estabilização das exportações de combustíveis na segunda metade do ano, depois da quebra verificada no primeiro semestre.
39. Informação relativa à agregação e cálculo das taxas de variação dos preços das exportações europeias em Banco de Portugal, 2016, "Empresas Portuguesas no Comércio Internacional: alguns factos sobre idade, preços e mercados", *Boletim Económico* de outubro, Tema em Destaque.
40. Para mais detalhes, veja-se Félix *et al.* (2007) "MIMO – Um modelo mensal para a inflação", *Boletim Económico* de inverno do Banco de Portugal.
41. Esta caixa foi elaborada com informação relativa ao Investimento Direto do Exterior em Portugal de acordo com o princípio direcional. Isto é, são consideradas todas as transações com os não residentes relativas a empresas de investimento direto residentes, independentemente de constituírem um ativo ou um passivo destas entidades.
42. Para um maior detalhe do tratamento estatístico da informação sobre investimento direto, veja-se Banco de Portugal (2015), "Estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional – Notas metodológicas", *Suplemento ao Boletim Estatístico* 2/2015.
43. Para uma análise mais detalhada do investimento imobiliário veja-se a Caixa 7.1 do *Boletim Económico* de maio de 2016.



II Tema em destaque

Mecanismos distributivos da política monetária na economia portuguesa

Mecanismos distributivos da política monetária na economia portuguesa

1. Introdução

Na sequência da crise económica e financeira global, a relação entre a condução da política monetária e a evolução da desigualdade reemergiu no debate público. Esta evolução insere-se num quadro em que a desigualdade voltou a ser considerada uma questão da qual a política económica não pode estar dissociada. A percepção de que o processo de diminuição das desigualdades que tinha caracterizado grande parte do século passado tinha sido revertido, bem como o não retorno das economias avançadas ao nível de atividade que prevaleceria se a tendência anterior à crise tivesse permanecido, contribuíram para tornar mais relevantes as questões relacionadas com a distribuição dos recursos económicos.

Como é bem conhecido, a desigualdade não é nem deve ser um objetivo dos bancos centrais. No caso da área do euro, o objetivo primordial do Banco Central Europeu (BCE) é a estabilidade de preços e, sem prejuízo desta, o apoio às políticas económicas gerais na União Europeia. A manutenção da estabilidade de preços contribui para evitar redistribuições arbitrárias de rendimento. Em qualquer caso, o conhecimento da relação entre a condução da política monetária e a desigualdade é potencialmente importante, por duas ordens de razões. Por um lado, os níveis de desigualdade preexistentes numa economia podem afetar a transmissão da política monetária aos agentes económicos, condicionando nesta medida os seus resultados esperados. Por outro lado, a condução da política monetária pode afetar os níveis de desigualdade preexistentes na área do euro e nas diferentes economias e, deste modo, influenciar uma dimensão importante do debate público e a prestação de contas à sociedade por parte do Eurosistema.

A análise do impacto redistributivo da política monetária tem também ganho proeminência na literatura económica (ver, por exemplo, Auclert, 2016, ou Coibion *et al.*, 2016, e as respetivas referências). O aumento da capacidade computacional

para resolver modelos económicos com agentes heterogéneos, aliado à disseminação de dados microeconómicos ao nível individual, contribuiu para dar uma nova centralidade às questões de distribuição no debate académico. Um novo consenso na literatura tem emergido, sublinhando que a autoridade monetária deve conhecer os efeitos redistributivos da política monetária, bem como a heterogeneidade latente na economia. Esta conclusão permanece válida mesmo quando se conclui que o impacto redistributivo da política monetária é relativamente pequeno em prazos longos, que são os adequados para analisar a evolução estrutural da desigualdade: nestes horizontes, ganham proeminência fatores estruturais como o grau de abertura das economias, o progresso tecnológico, as alterações institucionais no mercado de produto e de trabalho, o sistema fiscal e a rede de proteção social, entre outras.

O objetivo deste artigo é analisar alguns dos principais canais de transmissão da política monetária com impacto na distribuição de recursos monetários entre as famílias. Estes canais serão ilustrados com evidência microeconómica relativa à economia portuguesa. No entanto, a análise será necessariamente modesta quando comparada com o título do artigo. De facto, o impacto da política monetária sobre a economia portuguesa é mais vasto do que os canais analisados neste artigo. Por exemplo, a diminuição das taxas de intervenção do BCE após a crise financeira internacional teve um contributo fundamental para o alívio do serviço da dívida das famílias portuguesas e para a diminuição das suas restrições de liquidez. Este canal teve um impacto de primeira ordem para o conjunto da economia portuguesa, mas não será coberto nesta análise. Estudar os efeitos distributivos da política monetária implicaria descrever um contrafactual que só poderá ser desenhado com um modelo apropriado.

O Tema em Destaque encontra-se organizado da seguinte forma. Na Secção 2 serão apresentadas a metodologia e as bases de microdados

usadas na análise. Na Secção 3 descrevem-se alguns dos principais canais redistributivos da política monetária, ilustrando o seu potencial impacto com base em dados microeconómicos da economia portuguesa. Na Secção 4 apresenta-se um exercício que procura aferir de forma estilizada o impacto quantitativo sobre a distribuição na economia portuguesa decorrente da política monetária convencional e não convencional adotada ao longo dos últimos anos. A Secção 5 apresenta e discute as principais conclusões do exercício.

2. Metodologia e bases de dados

A unidade de análise utilizada neste artigo é a família. Esta é a unidade em que por natureza a desigualdade resultante das suas relações no mercado tem maior interesse. Apesar de ainda não haver em Portugal a possibilidade de seguir ao longo do tempo a caracterização da riqueza para uma amostra representativa da população, já está disponível a informação resultante de duas edições do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF), uma iniciativa do Eurosistema que o Banco de Portugal e o INE implementam nacionalmente. É a informação destes inquéritos que irá permitir iniciar o traçado dos impactos que se pretende analisar (ver Banco de Portugal e INE, 2016, Costa e Farinha, 2012, e Costa, 2016).

Neste artigo, a desigualdade das famílias será avaliada com base em dois conceitos de riqueza: a **riqueza em sentido lato** e a **riqueza líquida**.

A **riqueza em sentido lato** procura avaliar, num determinado momento do tempo, o espectro de decisões que as famílias poderão tomar durante o resto da vida e, dessa forma, ser um bom sumário do bem-estar resultante dessas decisões. Este agregado pode ser subdividido em duas componentes de características muito diferentes, como expresso na equação seguinte:

$$\text{Riqueza em sentido lato} = \text{Riqueza líquida} + \text{Riqueza humana} \quad (1)$$

Por um lado, tem-se a **riqueza líquida** (ou **riqueza não humana**) que cada família possui quando entra no período em causa, que resulta da diferença entre os seus ativos e as suas responsabilidades. Esta riqueza líquida é, por construção,

pré-determinada, e gera uma determinada rentabilidade, incluindo ganhos de capital, ao longo do tempo. Por outro lado, existe a chamada **riqueza humana**, ou seja, a soma dos rendimentos presentes e futuros resultantes das decisões de utilização do tempo das famílias no mercado de trabalho.

A riqueza humana irá depender ao longo da vida de cada família de condições exógenas – como o ambiente do mercado de trabalho e mudanças estruturais – e de características idiossincráticas da família em causa. Das características próprias de cada família destacam-se a eficiência, acumulada ou inata, com que os membros da família que vão participar no mercado de trabalho conseguem transformar o seu tempo em rendimento, e a situação de partida no mercado de trabalho que, conjuntamente com a idade, determina em parte o retorno futuro nesse mercado. Esta transformação de condições iniciais em retornos no mercado de trabalho está longe de ser determinística. Existe, como é bem conhecido, o fator sorte, ou seja, choques idiossincráticos que ajudam a determinar, entre outras coisas, quais os membros da família que terão emprego, qual a qualidade da colaboração entre empregado e trabalhador (dadas as respetivas competências) e qual a evolução do setor de atividade em que determinado membro da família irá trabalhar. O rendimento do trabalho será o resultado destas oportunidades. Do que se expôs fica claro que, em contraste com a riqueza líquida, a riqueza humana depende de muita informação não conhecida e da qual na melhor das hipóteses existe informação sobre distribuições de probabilidades.

Num determinado momento do tempo, a soma do valor esperado dos rendimentos do trabalho ao longo da vida, descontado para esse momento, determina a riqueza humana da família. Este agregado incluirá os rendimentos das pensões, tendo em conta a sua relação estreita com a participação no mercado de trabalho. Em termos práticos, considera-se que cada família tem um horizonte alargado nas suas decisões, como aconteceria no caso de um modelo de agentes com horizonte infinito. Assumindo que o rendimento do trabalho corresponde a uma perpetuidade, e tendo em conta uma taxa de desconto

de 4%, tal implica que a riqueza humana possa ser aproximada multiplicando os rendimentos do trabalho correntes¹ por 25. Esta será a aproximação adotada nos exercícios desenvolvidos mais abaixo, embora se deva sublinhar que os resultados são qualitativamente robustos à utilização de diferentes taxas de desconto. A equação (1) pode assim ser reescrita da seguinte forma:

Riqueza em sentido lato =

Riqueza líquida + Riqueza humana

Riqueza líquida + 25 × Rend. do trabalho

O conhecimento da distribuição da soma destes dois tipos de riqueza entre as famílias representativas de uma determinada população é uma boa medida da desigualdade que caracteriza essa população. A forma como essa distribuição reage a alterações estruturais da economia – incluindo uma alteração persistente de política – será uma medida do impacto distributivo da alteração em causa.

De modo a simplificar a análise, neste trabalho as famílias serão divididas por quintis de riqueza em sentido lato e de riqueza líquida, assumindo-se que a média de cada um desses quintis sintetiza o grupo populacional respetivo². Os rácios utilizados para avaliar a desigualdade são o rácio entre a média para a população e o quintil intermédio (Média/Q3), o rácio entre o quintil mais elevado e o quintil intermédio (Q5/Q3) e o rácio entre o quintil mais elevado e o quintil mais baixo (Q5/Q1). Quanto maior o valor dos rácios mais desigual é a distribuição. A interpretação destes rácios deve ser feita com cautela. Por exemplo, enquanto o rácio Média/Q3 não é muito sensível a pequenas alterações na distribuição, o rácio Q5/Q1 tem uma reação muito forte se os valores de Q1 forem muito baixos³.

O Quadro 1 apresenta algumas estatísticas descritivas relativas ao nível e à distribuição da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida na economia portuguesa, com base no ISFF 2010 (para uma comparação entre os resultados do ISFF 2010 e do ISFF 2013, ver Costa, 2016). Importa sublinhar que os diferentes quintis da distribuição

da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida são compostos por famílias diferentes. De facto, a sobreposição entre famílias nos diferentes quintis das distribuições é relativamente baixa, como se pode constatar no Quadro 2. Por exemplo, apenas 48 por cento das famílias no quintil mais baixo de riqueza em sentido lato se situam igualmente no quintil mais baixo de riqueza líquida. Esta diferente composição de famílias nas duas distribuições de riqueza será importante na interpretação dos resultados obtidos na Secção 3 do artigo⁴.

O Quadro 1 demonstra a elevada desigualdade na riqueza líquida e na riqueza em sentido lato em Portugal. Em particular, o valor médio da riqueza líquida no primeiro quintil da distribuição é próximo de zero. Este facto explica os níveis elevados de desigualdade da riqueza líquida medida com o rácio Q5/Q1. No que se refere à riqueza em sentido lato, a sua dispersão é muito inferior, dado que a riqueza humana tem uma dispersão relativamente menor. Globalmente, a heterogeneidade prevalecente na distribuição da riqueza líquida e em sentido lato sugere que o potencial impacto redistributivo da política monetária na economia portuguesa não pode ser negligenciado.

Neste artigo serão apresentados vários exercícios estilizados em que se discute de que forma alterações na política monetária se podem transmitir à riqueza das famílias. Existem vários canais através dos quais a política monetária tem efeitos distributivos. Um dos canais mais estudado na literatura é o impacto não antecipado no nível de preços. Este “canal de Fisher” tem uma longa história na literatura, que remonta a Fisher (1933). Em poucas palavras, um choque não antecipado que aumente o índice de preços no consumidor tem um efeito redistributivo por alteração do valor real das exposições das famílias. Um aumento do nível de preços redistribui recursos das famílias com posições de riqueza nominais positivas para as que detenham posições nominais negativas. Ou seja, gera uma diminuição da riqueza real para os credores e um aumento da riqueza real para os devedores se os ativos detidos no momento do choque de política estiverem denominados em unidades de moeda.

Quadro 1 • Distribuição por quintis da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida em Portugal | Valores em euros (exceto rácios de desigualdade)

	Wealth in broad sense	Net wealth
Q1	291 814	1282
Q2	386 690	34 010
Q3	495 483	78 982
Q4	698 424	146 449
Q5	1 375 553	529 285
Total	649 441	157 933
Q5/Q3	2,8	6,7
Q5/Q1	4,7	412,8
Média/Q3	1,3	2,0

Nota: Cálculos baseados no ISFF 2010. Valores médios.

Quadro 2 • Distribuição da população entre quintis de riqueza em sentido lato e riqueza líquida | Em percentagem

Quintis da riqueza em sentido lato	Quintis da riqueza líquida					Total
	<20	20-40	40-60	60-80	>=80	
<20	48	31	16	4	0	100
20-40	26	28	25	18	4	100
40-60	14	21	27	26	11	100
60-80	9	15	20	29	27	100
>=80	3	5	11	23	58	100
Total	100	100	100	100	100	

Nota: Cálculos baseados no ISFF 2010. Valores médios.

Outra forma de redistribuição atribuível à política monetária resulta da evolução das taxas de juro nominais. Aumentar de forma persistente a taxa de inflação média, e paralelamente a taxa de juro nominal de curto prazo, implica um aumento da tributação relativamente maior para as famílias que detêm moeda – com rendibilidade nominal aproximadamente nula – relativamente às que detêm posições em ativos com rendibilidade positiva. Como os agentes relativamente mais pobres detêm uma percentagem superior da sua riqueza em moeda, estes são prejudicados pela alteração de política descrita face aos agentes mais ricos. Este é o efeito descrito em Erosa e Ventura (2002) e Adão e Correia (2016).

Desde o início da área do euro, a economia portuguesa é caracterizada por um regime monetário em que as taxas de juro nominais e a taxa de inflação são baixas e pouco voláteis. Deste modo, o impacto redistributivo da política monetária

por via dos dois canais descritos nos parágrafos anteriores terá sido pouco significativo no passado recente, pelo que não será explorado neste artigo. Em contraste, na secção seguinte serão analisados os canais que poderão ter tido um impacto significativo na distribuição da riqueza líquida e humana das famílias em Portugal no passado recente. Estes canais resultam da condução da política monetária convencional – nomeadamente através de alterações nas taxas de intervenção do BCE – bem como da adoção de medidas de política monetária não convencional, nomeadamente através da aquisição de ativos por parte do Eurosistema.

Por um lado, no que se refere à riqueza líquida, procurar-se-á avaliar o **canal de transmissão pelos preços de ativos e de taxas de juro de vários mercados**, ou seja, o canal através do qual a política monetária gera uma valorização (positiva ou negativa) de ativos e responsabilidades das famílias. Este canal será explorado em

detalhe nas Subsecções 3.1 e 3.2 deste artigo, através de um exercício de equilíbrio parcial, que adota uma abordagem semelhante à de Doepke e Schneider (2006).

Por outro lado, no que se refere à riqueza humana, a Subsecção 3.3 descreve o impacto redistributivo da política monetária através do **canal de rendimentos do trabalho**. Este canal decorre da existência de alterações no rendimento do trabalho, associadas a medidas de política monetária, com impacto distinto em diferentes segmentos da população. Este exercício será ancorado na evidência do ISFF, conjugada com dados microeconómicos do Inquérito ao Emprego.

3. Canais distributivos da política monetária em Portugal

Como é que uma alteração de política monetária afeta a distribuição da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida das famílias em Portugal? A resposta a esta pergunta é o objeto da presente secção. Esta resposta será dada num quadro de equilíbrio parcial e composição das carteiras de investimento invariante, ou seja, não se permite uma reação dos agentes em resposta à política. Procurar-se-á identificar de forma estilizada o impacto redistributivo da política monetária por via de variações na valorização do *stock* de riqueza líquida (Subsecção 3.1), dos fluxos de rendimento gerados por esse *stock* de riqueza líquida (Subsecção 3.2) e de alterações no rendimento do trabalho (Subsecção 3.3).

O exercício centra-se em alterações estilizadas na política monetária no sentido de um aumento do grau de acomodação monetária, através da diminuição das taxas de juro e da adoção de medidas não convencionais de política monetária. Embora seja difícil aferir todos os mecanismos de transmissão, é legítimo argumentar que um impulso monetário desta natureza tenderá a diminuir as taxas de juro nominais (ativas e passivas) e a aumentar o emprego, a atividade, os preços dos ativos e os lucros das empresas. Estes são os choques estilizados a analisar nas subsecções seguintes.

A estratégia de identificação adotada mantém fixa a composição da carteira de ativos num determinado momento para uma determinada família.

A evolução do valor da riqueza líquida ao longo do tempo é devida unicamente a alterações nas trajetórias de preços e retornos dos ativos e responsabilidades. A questão será então como, devido à política monetária, se altera a evolução ao longo do tempo destes preços ou retornos e como daí decorre uma evolução diferente da riqueza de cada família, sob a hipótese de carteiras invariantes. Trata-se de um exercício na mesma linha do desenvolvido por Domanski *et al.* (2016), partindo de Doepke e Schneider (2006).

3.1. Canal de transmissão pelos preços dos ativos: valorização do *stock*

Um dos canais de transmissão da política monetária à distribuição da riqueza em sentido lato decorre de alterações na valorização do *stock* de ativos. À primeira vista, poderia parecer que, dada a concentração dos ativos no último quintil da riqueza (em sentido lato e, em particular, em termos líquidos), um aumento do valor dos ativos implicaria um aumento da desigualdade. Esta conclusão não é, no entanto, correta. De facto, um determinado aumento do valor dos ativos impacta a distribuição da riqueza (em sentido lato e líquida) não só diretamente nos próprios ativos, mas também através do grau de alavancagem dos diferentes quintis da população. Esta relação encontra-se explicitada na equação (3) para o caso da riqueza líquida, definida como a diferença entre os Ativos (*A*) e as Dívidas (*D*) de um dado quintil da distribuição (*Q_i*). A equação revela que o aumento percentual da riqueza líquida de um determinado quintil, decorrente de um aumento percentual do valor dos ativos $\frac{\Delta A^{Q_i}}{A^{Q_i}}$, será igual ao produto entre esse aumento percentual do valor dos ativos e um fator $\frac{1}{1 - \frac{D^{Q_i}}{A^{Q_i}}}$ que depende positivamente do grau de alavancagem desse quintil.

$$\frac{\Delta(A^{Q_i} - D^{Q_i})}{A^{Q_i} - D^{Q_i}} = \frac{\Delta A^{Q_i}}{A^{Q_i}} \frac{A^{Q_i}}{A^{Q_i} - D^{Q_i}} = \frac{\Delta A^{Q_i}}{A^{Q_i}} \frac{1}{1 - \frac{D^{Q_i}}{A^{Q_i}}} \quad (3)$$

No caso da riqueza em sentido lato o impacto da variação dos ativos é dado pela equação (4), sendo de notar que, neste caso, o agregado de riqueza inclui a riqueza humana, RH^{Q_i} , pelo

que o impacto de um aumento percentual dos ativos está não só positivamente relacionado com o grau de alavancagem em cada quintil mas também negativamente relacionado com o rácio entre a riqueza humana e o total dos ativos de cada quintil:

$$\frac{\Delta(A^{Q_i} + RH^{Q_i} - D^{Q_i})}{A^{Q_i} + RH^{Q_i} - D^{Q_i}} =$$

$$\frac{\Delta A^{Q_i}}{A^{Q_i}} \frac{A^{Q_i}}{A^{Q_i} + RH^{Q_i} - D^{Q_i}} =$$

$$\frac{\Delta A^{Q_i}}{A^{Q_i}} \frac{1}{1 + \frac{RH^{Q_i}}{A^{Q_i}} - \frac{D^{Q_i}}{A^{Q_i}}} \quad (4)$$

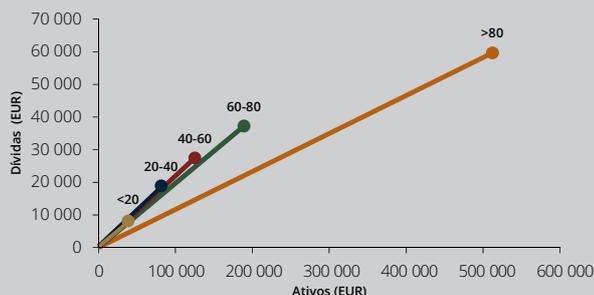
Deste modo, uma avaliação do impacto distributivo por via deste canal de transmissão exige a análise da relação entre o agregado dos ativos e o valor das responsabilidades de cada família representativa dos quintis da distribuição. Esta relação encontra-se representada nos Gráficos 1 e 2, respetivamente para a distribuição da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida. A inclinação das linhas para cada quintil corresponde ao grau de alavancagem, medido pelo rácio entre as dívidas e os ativos. Os gráficos revelam que os quintis mais elevados da riqueza nas duas aceções são os que apresentam uma menor alavancagem.

No caso da riqueza líquida, a economia portuguesa é caracterizada por uma população em que para valores crescentes da riqueza se

observa um rácio de endividamento decrescente. Esta caracterização é muito significativa e implica que um mesmo aumento percentual no valor dos ativos em todos os quintis da distribuição de riqueza líquida melhora sempre a situação relativa dos quintis inferiores relativamente ao quintil mediano e aos quintis superiores. Por outras palavras, a valorização dos ativos aumenta mais a riqueza líquida para as famílias menos ricas, independentemente do grau de concentração dos ativos. Analogamente, no caso de uma diminuição do valor dos ativos, as famílias com maior alavancagem registariam uma maior queda do valor da riqueza líquida.

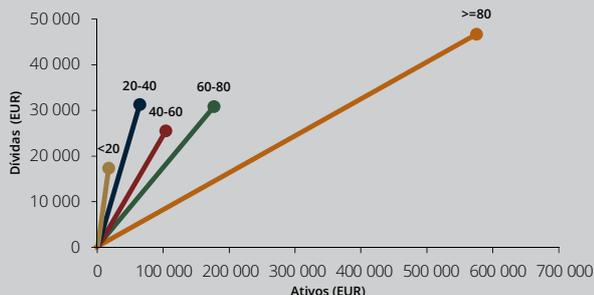
No caso da distribuição por quintis da riqueza em sentido lato, a relação entre o nível de alavancagem e o nível da riqueza não é tão claramente monotónica (com exceção do quintil mais elevado). Assim, no caso de um aumento homogéneo do valor dos ativos, o impacto final sobre a desigualdade resultará da ponderação entre o peso relativo da riqueza humana sobre os ativos e o grau de alavancagem, como descrito na equação (4). O Gráfico 3 mostra que o rácio entre a riqueza humana e os ativos (o termo $\frac{RH^{Q_i}}{A^{Q_i}}$ da equação (4)) é menor para o quintil superior da riqueza em sentido lato do que para os outros quintis, opondo-se à menor alavancagem que também caracteriza este quintil. Apenas uma simulação empírica permite aferir qual dos efeitos é dominante. O Gráfico 4

Gráfico 1 • Relação entre dívida e ativos, por quintis de riqueza em sentido lato



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

Gráfico 2 • Relação entre dívida e ativos, por quintis de riqueza líquida



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

mostra este rácio para os quintis da riqueza líquida, mas não tem um papel na análise.

Neste sentido, o Quadro 3 (coluna 1) apresenta uma simulação estilizada do impacto de alterações dos valores dos ativos em alguns rácios inter-quintis, para o caso da distribuição da riqueza em sentido lato e da distribuição da riqueza

líquida. Os cálculos foram efetuados com base no ISFF 2010. O quadro confirma que um aumento percentual idêntico do valor dos ativos em todos os quintis da distribuição aumenta a desigualdade na distribuição da riqueza em sentido lato e diminui a desigualdade na distribuição da riqueza líquida.

Quadro 3 • Impacto de alterações dos valores dos ativos na distribuição da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida | Variações em percentagem dos rácios iniciais, exceto valores dos próprios rácios

Rácios baseados nos quintis de riqueza em sentido lato

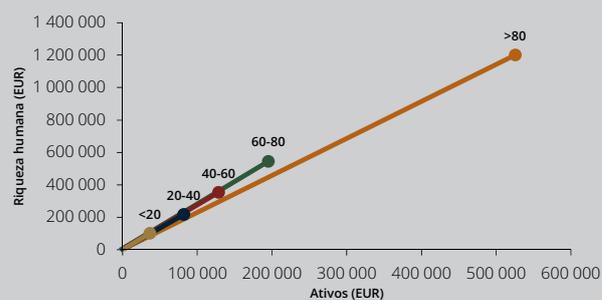
	Rácios iniciais	Aumento de 10% nos preços da habitação, ativos transacionáveis e negócios	Aumento de 10% nos preços da habitação	Aumento de 10% no valor dos ativos transacionáveis	Aumento de 10% no valor dos negócios
		(1)	(2)	(3)	(4)
Q5/Q3	3,6	0,305	-0,277	0,063	0,533
Q5/Q1	11,9	0,343	-0,292	0,060	0,589
Média/Q3	1,4	0,150	-0,157	0,034	0,279

Rácios baseados nos quintis de riqueza líquida

	Rácios iniciais	Aumento de 10% nos preços da habitação, ativos transacionáveis e negócios	Aumento de 10% nos preços da habitação	Aumento de 10% no valor dos ativos transacionáveis	Aumento de 10% no valor dos negócios
		(1)	(2)	(3)	(4)
Q5/Q3	6,7	-1,411	-3,221	0,120	1,877
Q5/Q1	412,4	-48,701	-49,625	-0,015	1,686
Média/Q3	2,0	-0,761	-1,967	0,076	1,255

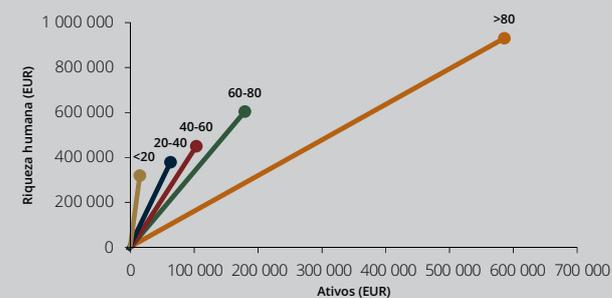
Nota: Cálculos baseados no ISFF 2010.

Gráfico 3 • Relação entre riqueza humana e ativos, por quintis de riqueza em sentido lato



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

Gráfico 4 • Relação entre riqueza humana e ativos, por quintis de riqueza líquida



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

O quadro apresenta também alguma desagregação em termos do impacto da valorização dos diferentes ativos detidos pelas famílias. Os ativos são normalmente desagregados em ativos reais e em ativos financeiros. Os ativos reais incluem essencialmente imóveis e negócios por conta própria⁵, e têm um peso dominante na riqueza líquida das famílias em Portugal e na maior parte dos países da área do euro. Por seu turno, os ativos financeiros são fundamentalmente compostos por depósitos e títulos transacionáveis, que incluem ações, obrigações e unidades de participação em fundos de investimento.

Para o caso de um aumento percentual de uma componente do ativo total das famílias, por exemplo a habitação, designada por H^{Qi} , a equação (3), relativa à distribuição da riqueza líquida, seria reescrita como segue (e analogamente a equação (4) para o caso da riqueza em sentido lato):

$$\frac{\Delta(A^{Qi} - D^{Qi})}{A^{Qi} - D^{Qi}} = \frac{\Delta H^{Qi}}{H^{Qi}} \frac{H^{Qi}}{A^{Qi}} \frac{A^{Qi}}{A^{Qi} - D^{Qi}} = \quad (5)$$

$$\frac{\Delta H^{Qi}}{H^{Qi}} \frac{H^{Qi}}{A^{Qi}} \frac{1}{1 - \frac{D^{Qi}}{A^{Qi}}}$$

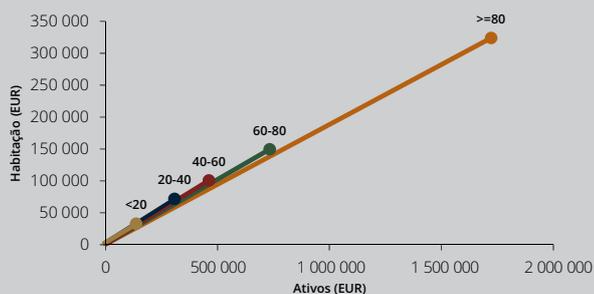
Deste modo, um mesmo aumento percentual nos preços da habitação nos diferentes quintis

impactará a distribuição da riqueza líquida em função do peso da habitação no total dos ativos de cada quintil e do respetivo grau de alavancagem.

As colunas 2, 3 e 4 do Quadro 3 caracterizam o efeito na riqueza de aumentos de 10% nos preços da habitação, no valor dos ativos financeiros transacionáveis e no valor dos negócios por conta própria. Esta análise é particularmente interessante dada a perceção de que a política monetária – em particular a política monetária não convencional – teve um impacto significativo sobre a valorização destes ativos.

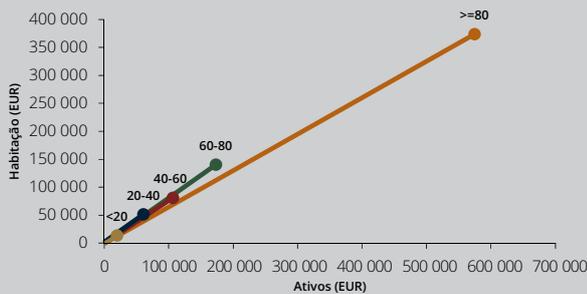
Os resultados do exercício revelam que um aumento nos preços da habitação contribui para diminuir a desigualdade da distribuição da riqueza, visto que este ativo tem uma importância relativamente homogénea nos diferentes quintis de riqueza, mas menor no caso do quintil mais elevado de riqueza (Gráficos 5 e 6). Por seu turno, um aumento no valor das ações, obrigações e fundos de investimento contribui tipicamente para aumentar a desigualdade, em linha com a elevada desigualdade na distribuição destes ativos, muito concentrados e com um peso relativamente elevado no último quintil da distribuição (Gráficos 7 e 8). A única exceção é o rácio Q5/Q1 na distribuição de riqueza líquida, o que decorre do impacto da elevada

Gráfico 5 • Peso da habitação no total do ativo, por quintis de riqueza em sentido lato



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

Gráfico 6 • Peso da habitação no total do ativo, por quintis de riqueza líquida



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

alavancagem no primeiro quintil de riqueza líquida, tal como atrás explicado (ver Gráfico 2). Analogamente, o contributo dos negócios por conta própria é também, como esperado, no sentido de um aumento da desigualdade da distribuição da riqueza.

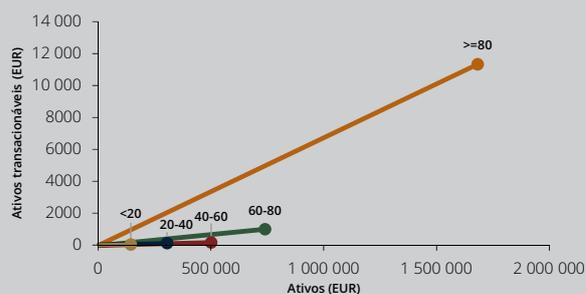
3.2. Canal de transmissão pelos retornos dos ativos líquidos: fluxos de rendimento

Uma alteração de política monetária pode gerar mudanças na distribuição da riqueza das famílias, não só devido a alterações na valorização dos ativos (Subsecção 3.1) mas também devido a variações no fluxo de rendimentos decorrentes da alteração de política. Procura-se aqui avaliar esta questão, novamente através da simulação de choques estilizados aplicados à informação microeconómica disponível no ISFF 2010. Em concreto, o exercício estilizado consiste em avaliar o impacto nas distribuições da riqueza líquida e da riqueza em sentido lato de (i) uma redução de 4 pontos percentuais na taxa de juro dos depósitos a prazo, (ii) um aumento de 4 pontos percentuais na taxa de retorno dos negócios por conta própria e (iii) uma redução de 4 pontos percentuais nas taxas de juro dos empréstimos para consumo e para habitação.

O exercício tem por base algumas hipóteses. Em primeiro lugar, considera-se novamente que não há decisões sobre a composição da riqueza. Esta apenas varia em resultado das alterações das taxas de juro ou de retorno. Em segundo lugar, considera-se uma variação das taxas de juro de 5% para 1% e uma variação do retorno dos negócios de 1% para 5%, embora os resultados sejam relativamente robustos a outros níveis das taxas compatíveis com a mesma alteração de 4 pontos percentuais. Em terceiro lugar, considera-se que, de entre os depósitos, apenas os que são a prazo vencem juros. Em quarto lugar, a redução das taxas de juro afeta todos os depósitos a prazo e os empréstimos à habitação, assumindo-se uma maturidade residual de 1 ano nos depósitos e tendo em conta que os empréstimos à habitação são predominantemente a taxa variável. Em quinto lugar, considera-se que a redução das taxas de juro afeta 40% dos empréstimos para consumo, no pressuposto de uma maturidade média residual de 2,5 anos. Finalmente, o exercício assume que os depósitos a prazo maturam no período e os juros são reinvestidos. Por simetria, assume-se o refinanciamento da dívida que vence no período incluindo os juros do período.

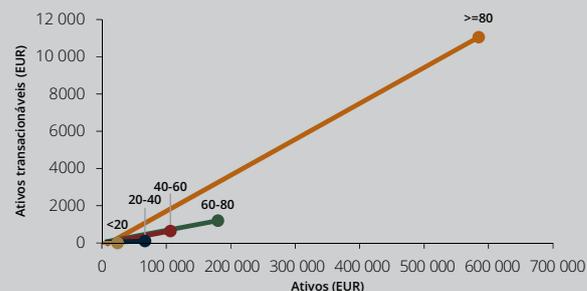
O Quadro 4 apresenta os resultados deste exercício, simulando choques que tenderão a suceder

Gráfico 7 • Peso dos ativos transacionáveis no total do ativo, por quintis de riqueza em sentido lato



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

Gráfico 8 • Peso dos ativos transacionáveis no total do ativo, por quintis de riqueza líquida



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

a um choque expansionista de política monetária. As principais conclusões do exercício são as seguintes. Em primeiro lugar, do lado dos ativos, uma diminuição da remuneração dos depósitos a prazo implica um aumento da desigualdade na riqueza líquida (coluna 1), refletindo a conjugação de uma maior alavancagem das famílias com menor riqueza com um peso dos depósitos a prazo no total dos ativos relativamente próximo entre os quintis Q1, Q3 e Q5 da distribuição da riqueza líquida (Gráfico 10). No caso da riqueza em sentido lato, a diminuição da remuneração dos depósitos contribui para uma redução da desigualdade. Note-se que na riqueza em sentido lato, tanto a dispersão no peso dos depósitos no total dos ativos, como a dispersão da alavancagem entre quintis de famílias – em particular os quintis Q1, Q3 e Q5 – é menor do que na riqueza líquida (Gráfico 9).

Em segundo lugar, um aumento da rentabilidade dos negócios implica um aumento da desigualdade, decorrente do seu maior peso nos quintis mais elevados de riqueza (em sentido lato e líquida) (coluna 2). Em terceiro lugar, uma diminuição das taxas de empréstimos tende a diminuir a desigualdade, dado que a alavancagem é relativamente maior nos quintis mais reduzidos da riqueza, em particular no caso da riqueza líquida. Esta conclusão é válida tanto no caso dos empréstimos para habitação como nos empréstimos para consumo e outros fins (colunas 3 e 4). A menor magnitude da redução da desigualdade no caso da riqueza em sentido lato decorre não só da menor dispersão da alavancagem como também do facto de os empréstimos terem uma distribuição mais desigual entre os diferentes quintis neste caso.

Quadro 4 • Impacto de alterações nos fluxos de rendimentos na distribuição da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida | Variações em percentagem dos rácios iniciais, exceto os próprios rácios

Rácios baseados nos quintis de riqueza em sentido lato

	Rácios iniciais	Diminuição de 4 p.p. na taxa de juro dos depósitos	Aumento de 4 p.p. na taxa de retorno dos negócios	Diminuição de 4 p.p. na taxa de juro dos empréstimos para habitação	Diminuição de 4 p.p. na taxa de juro dos empréstimos para consumo
		(1)	(2)	(3)	(4)
Q5/Q3	3,6	-0,004	0,158	-0,004	-0,002
Q5/Q1	11,9	-0,006	0,175	-0,004	-0,003
Média/Q3	1,4	-0,001	0,083	-0,002	-0,001

Rácios baseados nos quintis de riqueza líquida

	Rácios iniciais	Diminuição de 4 p.p. na taxa de juro dos depósitos	Aumento de 4 p.p. na taxa de retorno dos negócios	Diminuição de 4 p.p. na taxa de juro dos empréstimos para habitação	Diminuição de 4 p.p. na taxa de juro dos empréstimos para consumo
		(1)	(2)	(3)	(4)
Q5/Q3	6,7	0,041	0,558	-0,042	-0,011
Q5/Q1	412,4	0,702	0,502	-2,242	-1,433
Média/Q3	2,0	0,027	0,373	-0,024	-0,005

Nota: Cálculos baseados no ISFF 2010.

3.3. Canal de rendimentos do trabalho: o impacto redistributivo na riqueza humana

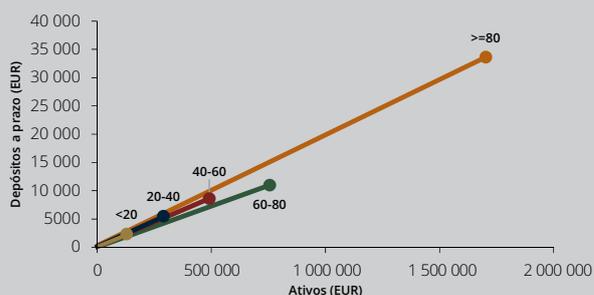
A política monetária pode também ter efeitos redistributivos por via do impacto heterogéneo sobre a evolução das remunerações do trabalho. Esta heterogeneidade decorre da conjugação de dois factos: por um lado, é conhecido que as transições cíclicas entre estados no mercado de trabalho diferem entre grupos demográficos; por outro lado, a distribuição dos diferentes grupos demográficos não é uniforme nos vários quintis de riqueza (em sentido lato ou líquida). Vários autores têm documentado que uma política monetária expansionista reduz a taxa de desemprego desproporcionalmente para os jovens e para os trabalhadores menos qualificados. Se estes segmentos da população forem mais prevaletentes nos quintis inferiores da distribuição da riqueza, uma política monetária expansionista tenderá a diminuir, por esta via, a desigualdade na respetiva distribuição.

Nesta secção analisa-se a potencial importância deste canal no caso da economia portuguesa, com base em evidência microeconómica do Inquérito ao Emprego e do ISFF. O exercício começa por ilustrar que, comparando o período recessivo 2011–2013 com a fase de recuperação 2013–2016, existiu uma significativa heterogeneidade nas transições entre o

emprego e o desemprego em função da idade e das qualificações dos indivíduos. Num segundo passo, apresenta-se evidência em como a distribuição dos indivíduos por quintis da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida não é uniforme. Dados os dois períodos temporais em análise, recorreu-se neste passo aos dados do ISFF 2013, que será mais representativo do período 2011–2016. Finalmente, num último passo, ilustra-se o impacto redistributivo de um aumento de 1% no crescimento líquido do emprego na economia portuguesa.

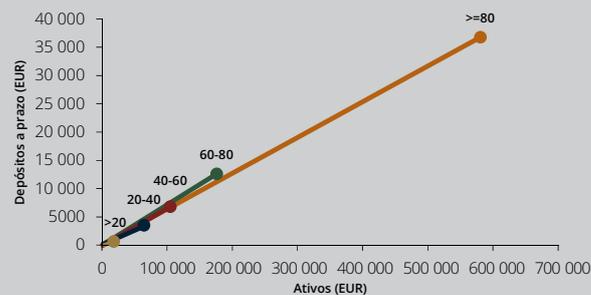
Desde 2011 T1, a economia portuguesa foi caracterizada por duas fases distintas⁶. Até 2013 T2, verificou-se um período recessivo sem precedente histórico recente. Após 2013 T2, registou-se um processo de recuperação sustentado, embora mais gradual face a anteriores períodos de recuperação económica. Estes dois períodos serão usados como referência para ilustrar a heterogeneidade dos fluxos entre estados no mercado de trabalho na economia portuguesa. Mais precisamente, analisar-se-á a variação percentual nas frequências de transição entre o emprego e o desemprego, e entre o desemprego e o emprego, desagregando a população ativa em quatro grupos demográficos em função de duas características pré-determinadas dos indivíduos: a idade e as qualificações.

Gráfico 9 • Peso dos depósitos no total do ativo, por quintis de riqueza em sentido lato



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

Gráfico 10 • Peso dos depósitos no total do ativo, por quintis de riqueza líquida



Nota: Cálculos com base no ISFF 2010.

Sem surpresa, as frequências de transição do emprego para o desemprego são superiores para os indivíduos mais jovens e para os indivíduos menos qualificados. Adicionalmente, as frequências de transição do desemprego para o emprego são maiores para os indivíduos mais jovens e para os mais qualificados. Quando se comparam os dois períodos em análise, 2011 T2-2013 T2 e 2013 T3-2016 T4, conclui-se que a frequência de fluxos entre o emprego e o desemprego diminuiu cerca de 25%, em termos de média das transições trimestrais, e que a frequência entre o desemprego e o emprego aumentou cerca de 18%, também em termos de média das transições trimestrais. De acordo com a informação microeconómica do Inquérito ao Emprego, a diminuição dos fluxos para o desemprego foi relativamente generalizada entre escalões etários e relativamente mais concentrada nas qualificações inferiores, enquanto o aumento dos fluxos para o emprego foi relativamente maior nos escalões etários mais jovens e nas qualificações mais baixas (Gráficos 11 e 12).

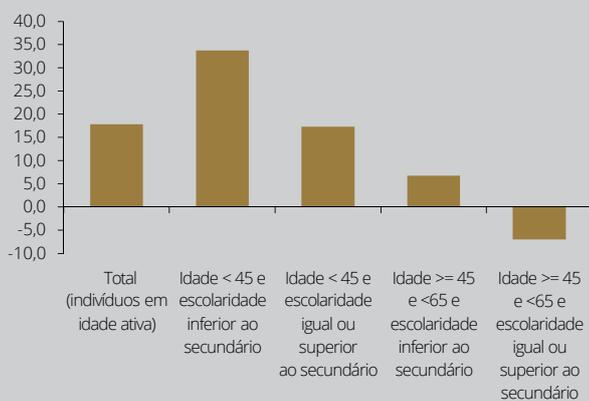
Nos Gráficos 13 e 14 confirma-se e que esta heterogeneidade afeta de forma distinta os vários quintis da distribuição da riqueza em sentido lato e líquida. Em termos de qualificações, os gráficos revelam que a população em idade ativa com menores qualificações está relativamente mais concentrada nos quintis inferiores de ambas

as distribuições. No entanto, em termos de escalões etários, as duas distribuições são distintas. De facto, na distribuição da riqueza em sentido lato, o peso dos indivíduos com menos de 45 anos no total da população ativa é relativamente estável em todos os quintis da distribuição, enquanto na distribuição da riqueza líquida, o peso dos indivíduos com menos de 45 anos é relativamente maior nos quintis inferiores da distribuição. Adicionalmente, o peso dos indivíduos com 65 ou mais anos no total da população é relativamente maior nos quintis inferiores da distribuição da riqueza em sentido lato, enquanto na distribuição da riqueza líquida sucede precisamente o contrário, ou seja, existe uma maior concentração dos escalões etários mais elevados nos quintis superiores da riqueza líquida.

A conjugação destes dados sugere que políticas que contribuam para uma expansão do emprego tenderão a afetar distintamente as distribuições da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida. De modo a quantificar estes efeitos na economia portuguesa, procedeu-se a um exercício estilizado, cruzando informação do Inquérito ao Emprego e do ISFF 2013.

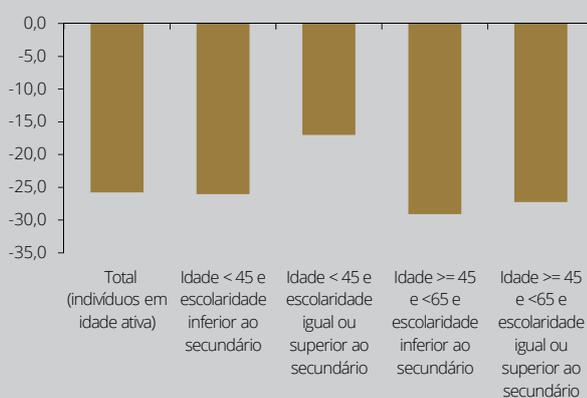
O exercício procurou aferir o impacto distributivo de um aumento líquido no emprego de 1%, no quadro das circunstâncias que caracterizaram

Gráfico 11 • Variação na frequência de transições do desemprego para o emprego, entre 2011 T3-2013 T2 e 2013 T3-2016 T4 | Em percentagem



Fonte: Inquérito ao Emprego.

Gráfico 12 • Variação na frequência de transições do emprego para o desemprego, entre 2011 T3-2013 T2 e 2013 T3-2016 T4



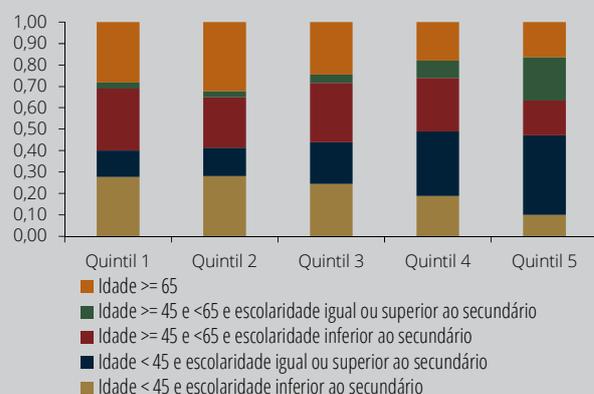
Fonte: Inquérito ao Emprego.

a recuperação económica observada desde 2013. Com base no Inquérito ao Emprego, desagregou-se o crescimento de um ponto percentual do emprego por cada um dos quatro grupos demográficos acima considerados (referentes à população em idade ativa), de forma proporcional ao observado entre 2011 T2–2013 T2 e 2013 T3–2016 T4. Seguidamente assumiu-se que este crescimento foi observado independentemente do quintil da distribuição da riqueza em que os indivíduos se situam. No pressuposto de que, para cada grupo demográfico em cada quintil da riqueza, a criação de emprego implica um aumento do rendimento do trabalho correspondente às remunerações per capita dos trabalhadores nesse segmento da população, é possível estimar a variação de rendimento em cada um desses segmentos decorrente do choque agregado de 1% sobre o emprego líquido. De modo a ter em conta a possível existência de subsídios de desemprego – bem como o facto de o rendimento de reentrada no mercado de trabalho ser tipicamente inferior à média –, considerou-se que o aumento de rendimento para um indivíduo que encontra emprego é apenas de 50% do rendimento por trabalhador calculado para cada segmento da população. Este fator afeta a magnitude mas não o sinal dos resultados obtidos.

Finalmente, considerou-se que o aumento do rendimento do trabalho aumenta tanto a riqueza em sentido lato como a riqueza líquida. No caso da riqueza em sentido lato, assume-se que a política monetária não tem efeitos reais permanentes, pelo que os aumentos do rendimento do trabalho apenas têm impacto durante o período sob análise⁷. No caso da riqueza líquida, considerou-se que o aumento do rendimento durante o período é inteiramente aplicado em ativos, sem alterar a composição da carteira da família. Esta não é uma escolha evidente mas é feita tendo em conta que esse rendimento adicional expande o espectro de opções disponíveis para a família no final do período.

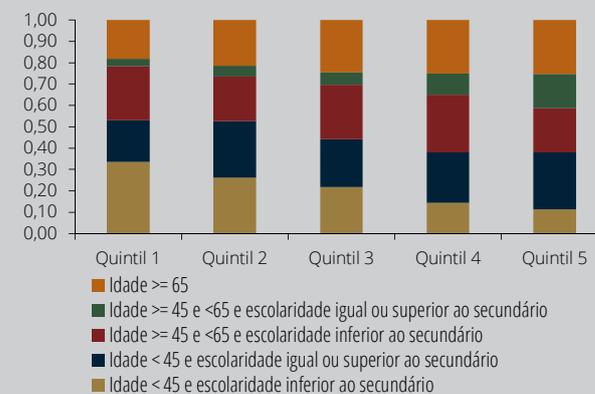
Dadas as hipóteses adotadas, um aumento do emprego líquido de 1% contribui para diminuir a desigualdade na riqueza líquida e, em menor grau, a desigualdade da riqueza em sentido lato. No caso da riqueza líquida, o rácio entre o último quintil e o primeiro quintil (Q5/Q1) reduz-se 3,8% e o rácio Q5/Q3 reduz-se 0,1%⁸. No caso da riqueza em sentido lato, as reduções percentuais nestes rácios são menores. O menor impacto redistributivo no caso da riqueza em sentido lato resulta *inter alia* do facto de (i) o quintil mais baixo da distribuição da riqueza líquida apresentar uma riqueza muito baixa, (ii) existir uma percentagem

Gráfico 13 • Estrutura da população, por quintil de riqueza em sentido lato



Nota: Cálculos com base no ISFF 2013.

Gráfico 14 • Estrutura da população, por quintil de riqueza líquida



Nota: Cálculos com base no ISFF 2013.

relativamente maior da população com idade superior a 65 anos – que se assume neste exercício não estar a trabalhar – nos quintis inferiores da distribuição da riqueza em sentido lato e (iii) existir um peso relativamente elevado dos escalões etários mais jovens nos quintis superiores da distribuição da riqueza em sentido lato.

4. Uma quantificação estilizada do impacto distributivo da política monetária em Portugal após 2010

Nas secções anteriores caracterizou-se o impacto em indicadores de desigualdade da riqueza de variações estilizadas em preços e outros fatores relevantes. Nesta secção, agregam-se todos os canais anteriores em resposta a alterações na política monetária. O ponto de partida deste exercício é uma alteração estilizada na política monetária que leva a uma redução contínua na taxa de juro nominal de curto prazo durante um período alargado de tempo. Esse impulso monetário conduz a alterações nos fatores que condicionam a distribuição da riqueza. O objetivo final é comparar a importância relativa dos diferentes canais nas variações de distribuição de riqueza, ainda que reconhecendo a natureza apenas estilizada do exercício.

Embora seja difícil vislumbrar todos os mecanismos em jogo, é possível usar modelos para racionalizar estes efeitos. Por exemplo, num modelo nekeynesiano uma redução inesperada na taxa de juro nominal tem como consequência uma redução da poupança – visto que se tornou menos atrativo poupar – e o consequente aumento imediato do consumo. Este efeito direto produz um aumento temporário no nível de atividade económica que se traduz numa pressão de aumento da procura de trabalho por parte das empresas. O consequente aumento de salários e de emprego é um efeito indireto da alteração de política monetária, por via de mecanismos de equilíbrio geral neste tipo de economia. Este mecanismo indireto afetará positivamente a riqueza humana das famílias, e possivelmente também a riqueza líquida, por via da aplicação dos recursos adicionais em ativos diversos.

Um outro exemplo é o efeito da atividade económica nos lucros das empresas detidas pelos

particulares. De facto, se durante o período do estímulo monetário o PIB crescer mais rapidamente do que sem o estímulo, os lucros das empresas serão também maiores, libertando recursos adicionais para as famílias que as detêm. Esses recursos adicionais acumulados constituirão um aumento da riqueza não humana no final do período considerado.

Para se obter trajetórias realistas das principais variáveis agregadas associadas a um estímulo monetário com interesse para o exercício, utilizou-se o modelo PESSOA estimado para a economia portuguesa (ver Almeida *et al.*, 2013 e Júlio e Maria, 2017). Esta simulação estilizada calcula o efeito de uma acomodação monetária adicional sobre um qualquer cenário central.

Para tornar o exercício ilustrativo da experiência portuguesa no passado recente, considera-se a acomodação monetária a partir do final de 2010 – altura imediatamente posterior à realização do ISFF 2010 –, prolongando-se esse estímulo até ao final de 2015.

Durante este período assistiu-se a uma redução acentuada das taxas de juro nominais de curto prazo na área do euro. A partir de 2014 a política monetária mais convencional encontrava-se largamente esgotada porque as taxas de juro diretas do BCE, em particular a taxa de juro da facilidade permanente de depósito, se encontravam próximas ou sobre o seu limiar inferior⁹. Com a introdução, a partir de 2015, de medidas de política monetária não convencional assentes na compra de títulos de dívida soberana e outros ativos, as taxas de juro relevantes para particulares e empresas continuaram a decrescer. Quando a taxa de juro nominal se encontra no seu limiar inferior, é útil recorrer ao conceito de taxa de juro “sombra”: trata-se da taxa de juro que, numa economia sem um limiar inferior da taxa de juro e na ausência de medidas de política não convencional, teria efeitos de acomodação monetária equivalentes aos de uma economia com taxa de juro igual ao limiar inferior e com política monetária não convencional. O cálculo dessas taxas de juro “sombra” (ver por exemplo Wu e Xia, 2017, bem como referências nesse estudo) mostra que elas continuaram a cair até finais de 2016. Este exercício procura avaliar qual o impacto das reduções na taxa de juro face a uma situação

de referência, por exemplo uma reação menos agressiva por parte BCE em termos da acomodação monetária.

O Gráfico 15 apresenta uma evolução possível para algumas variáveis agregadas relevantes para o exercício. A redução na taxa de juro nominal processa-se ao longo de todo o período de cinco anos e é normalizada a uma redução de três pontos percentuais face à situação inicial¹⁰. Este valor não deve ser interpretado como uma estimativa do total da acomodação monetária ao longo deste período, mas apenas como uma referência quantitativa que permita comparar a importância relativa dos diferentes canais analisados neste artigo. Esta acomodação é exógena à economia portuguesa visto ser decidida ao nível da área do euro. O modelo PESSOA tem também em conta as alterações na procura dirigida à economia portuguesa pelos países da área do euro, dado que estes são igualmente afetados pela redução da taxa de juro nominal.

Observa-se que a acomodação monetária de três pontos percentuais se traduz num aumento acumulado do nível do PIB durante os cinco anos de cerca de 5,2%, face à situação de ausência de acomodação adicional. O emprego aumenta cerca de 3,9% e o rendimento disponível cerca de 8,4%. O gráfico mostra também a evolução do EBITDA em percentagem do ativo

das empresas privadas portuguesas. Esta evolução decorre do impacto nesta medida de rentabilidade de empresas do aumento da atividade económica, e em particular do aumento do PIB durante o período do exercício¹¹. O estímulo monetário produz um aumento do EBITDA que, acumulado ao longo do período, se traduz numa valorização de 1,9% das empresas, sob a hipótese de reinvestimento de lucros¹². Estes recursos adicionais acrescentam, portanto, à riqueza não humana inicialmente existente.

O impacto da política monetária produz-se, de forma indireta, também ao nível dos preços de alguns ativos. Em particular, a evolução macroeconómica apresentada no Gráfico 15 induz alterações nos preços da habitação que se traduzem num aumento de 1,2% face à situação inicial¹³.

O Quadro 5 apresenta o resultado, em termos de distribuição da riqueza em sentido lato e da riqueza líquida, desta trajetória de variáveis face a uma situação de referência em que o estímulo monetário não é feito. O exercício utiliza os mesmos métodos e hipóteses de valorização de *stocks* e de fluxos detalhados na Secção 3. Por se tratar de um período de cinco anos, os acréscimos de rendimento do trabalho são acumulados ao longo dos cinco anos tendo em conta o aumento progressivo do emprego. Por simplicidade, são apresentados somente os rácios Q5/Q3 e Q5/Q1.

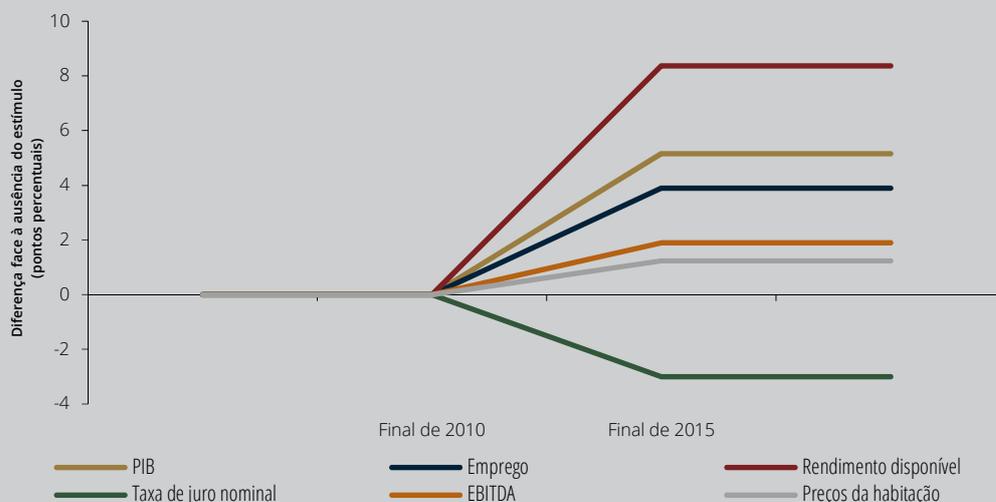


Gráfico 15 •
Evolução macroeconómica de algumas variáveis após estímulo monetário

Nota: Valores resultantes da simulação de uma alteração da taxa de juro nominal usando o modelo PESSOA e modelos satélite estimados para a economia portuguesa.

Quadro 5 • Impacto de um estímulo monetário prolongado na distribuição da riqueza |
Rácios inicial e final e variações resultantes de várias componentes da riqueza em sentido lato e líquida

Rácios baseados nos quintis de riqueza em sentido lato

	Rácio inicial	Rácio final	Todas as alterações	Todas as alterações exceto no emprego	Aumento de 1,24% nos preços da habitação	Aumento de 1,9% no valor das empresas	Redução de 3 p.p. na taxa de juro de depósitos	Redução de 3 p.p. da taxa de juro no crédito à habitação	Redução de 3 p.p. na taxa de juro no crédito ao consumo	Aumento de 3,9% no emprego
Q5/Q3	3,636	3,629	-0,20	-0,18	-0,068	0,10	-0,018	-0,18	-0,010	-0,025
Q5/Q1	11,86	11,83	-0,24	-0,19	-0,071	0,11	-0,027	-0,19	-0,014	-0,050

Rácios baseados nos quintis de riqueza líquida

	Rácio inicial	Rácio final	Todas as alterações	Todas as alterações exceto no emprego	Aumento de 1,24% nos preços da habitação	Aumento de 1,9% no valor das empresas	Redução de 3 p.p. na taxa de juro de depósitos	Redução de 3 p.p. da taxa de juro no crédito à habitação	Redução de 3 p.p. na taxa de juro no crédito ao consumo	Aumento de 3,9% no emprego
Q5/Q3	6,707	6,490	-3,2	-2,1	-0,83	0,36	0,18	-1,8	-0,056	-1,1
Q5/Q1	412,4	106,4	-74	-61	-20	0,32	3,1	-50	-6,7	-34

Nota: Valores resultantes da simulação de uma alteração da taxa de juro nominal usando o modelo PESSOA e modelos satélite estimados para a economia portuguesa. As hipóteses metodológicas para o cálculo do impacto na distribuição das diversas alterações simuladas encontram-se detalhadas na Secção 3. Cálculos com base no ISFF 2010, ISFF 2013 e Inquérito ao Emprego.

Os resultados indicam que um aumento da acomodação monetária como o indicado no Gráfico 15, e sob as numerosas hipóteses metodológicas adotadas, produz uma redução significativa na desigualdade na distribuição da riqueza líquida, sobretudo através das reduções das taxas de juro no crédito à habitação e do aumento de recursos disponíveis para investimento por via do aumento do emprego. O efeito por via dos preços da habitação – que em Portugal é a principal riqueza não humana das famílias e se encontra comparativamente bem distribuída – é também significativo nessa redução, apesar de o efeito da acomodação monetária nos preços da habitação ser reduzido.

Em sentido contrário, a melhoria da rentabilidade das empresas induzida pelo aumento no crescimento do PIB contribui para um aumento da desigualdade, visto serem sobretudo as famílias dos dois quintis superiores a beneficiarem desse canal. Assinale-se, no entanto, que indiretamente as famílias dos quintis inferiores também beneficiam da melhoria da rentabilidade das empresas por via do aumento do emprego, que provém precisamente das empresas e tem maior impacto na redução da desigualdade da distribuição.

Os efeitos globais na riqueza em sentido lato são menores do que na riqueza líquida. No que se refere ao impacto dos rendimentos do trabalho, as razões para isso já foram apontadas na Secção 3 e incluem a percentagem relativamente maior da população com idade superior a 65 anos nos quintis inferiores da distribuição em simultâneo com um peso elevado dos mais jovens e qualificados nos quintis superiores. Deste modo, o impulso ao emprego decorrente da política monetária é extensível aos diferentes grupos populacionais.

Os resultados do exercício são genericamente consistentes com a literatura empírica e quantitativa sobre o impacto de política monetária na riqueza líquida (ver Coibion *et al.*, 2016, Deutsche Bundesbank, 2016 ou Furceri *et al.*, 2016). Este estudo mostra que, no caso português e com algumas qualificações, estes resultados são extensíveis ao conceito de riqueza em sentido lato, embora neste caso o impacto seja menor.

5. Conclusões

Este Tema em Destaque caracteriza os efeitos distributivos da política monetária através de exercícios baseados em evidência empírica

para a economia portuguesa. Partindo de uma caracterização da riqueza usando dados do ISFF, bem como de microdados do Inquérito ao Emprego, faz-se uma análise dos diversos canais que afetam a riqueza em duas aceções: riqueza em sentido lato e riqueza líquida. Documenta-se que as famílias dos quintis da riqueza em sentido lato não são necessariamente as mesmas dos quintis correspondentes da riqueza líquida. Os exercícios realizados procuram aferir de forma estilizada o impacto de um aumento no grau de acomodação monetária, que tenderá a refletir-se em aumentos dos preços dos ativos, da rentabilidade dos negócios e da criação líquida de emprego, e em diminuições das taxas de juro de depósitos e empréstimos.

Os efeitos distributivos por via de um aumento nos preços dos ativos dependem do grau de alavancagem e da composição da carteira de ativos de cada grupo populacional. No caso português, documenta-se que as famílias nos quintis superiores da riqueza líquida estão em média menos alavancadas do que as dos quintis inferiores. Isto implica que valorizações de ativos tendam a favorecer relativamente mais as famílias dos quintis inferiores, o que por sua vez tende a reduzir a desigualdade na riqueza líquida.

O grau de alavancagem é também decrescente por quintis de riqueza em sentido lato, mas de forma mais atenuada do que no caso da riqueza líquida. Por outro lado, o rácio entre a riqueza humana e o total dos ativos é decrescente por quintis de riqueza. Estes dois factos conduzem a que o efeito distributivo de valorizações de ativos seja no sentido de um aumento da desigualdade da riqueza em sentido lato.

Os dados sugerem que aumentos nos preços da habitação tenderão a reduzir a desigualdade na riqueza líquida e em sentido lato. No caso de um aumento do valor dos negócios por conta própria e dos ativos financeiros transacionáveis, o seu efeito será no sentido de um aumento da desigualdade na distribuição.

As reduções no nível das taxas de juro tendem, por sua vez, a afetar a acumulação de riqueza por via da alteração de fluxos de rendimento de aplicações financeiras e de prestações nos empréstimos. No caso das taxas dos depósitos, a sua redução conduz a uma diminuição

da desigualdade na riqueza líquida. No que diz respeito aos empréstimos, o efeito será o de reduzir a desigualdade na distribuição da riqueza em ambas as aceções.

A criação líquida de emprego potencialmente induzida pela política monetária beneficia sobretudo trabalhadores jovens e trabalhadores menos qualificados. Este efeito tende a reduzir a desigualdade da riqueza líquida e, em menor grau, a riqueza em sentido lato, decorrendo de diferenças na distribuição da população pelos quintis da riqueza em cada uma das aceções.

Observe-se que as forças que contribuem para uma redução na desigualdade da distribuição da riqueza não são independentes das que contribuem para o seu aumento. Por exemplo, o aumento do emprego (que contribui para uma redução da desigualdade) é conseqüido em grande parte pelo aumento da rentabilidade das empresas (que contribui para um aumento da desigualdade). Torna-se assim necessário analisar o efeito total na distribuição dos diversos canais.

O Tema em Destaque inclui também um exercício estilizado em que, utilizando-se diversos modelos macroeconómicos e estatísticos adaptados à economia portuguesa, se simulam todos os canais em simultâneo. Os resultados são análogos aos anteriormente descritos, embora a magnitude relativa dos diversos canais possa agora ser analisada de forma mais realista. No caso da riqueza líquida, o efeito total é no sentido de a política monetária ter reduzido a desigualdade. No caso da riqueza em sentido lato, a distribuição mais homogénea de várias componentes da riqueza pelos grupos da população origina igualmente uma diminuição da desigualdade, embora menor.

Olhados como um todo, os resultados descrevem a política monetária como um instrumento que influencia não só o estado geral da economia, mas também a evolução cíclica da desigualdade, através de vários canais. No entanto, alguns canais importantes sobre o impacto da política monetária no conjunto da economia ficaram de fora da análise. O estudo mais aprofundado do impacto distributivo destes mecanismos é um tópico interessante para investigação futura.

Referências

- Adão, B. e I. H. Correia**, 2016, "Changes in Inflation Regimes", manuscrito.
- Almeida, V., G. Castro, R. M. Félix, P. Júlio e J. R. Maria**, 2013, "Inside PESSOA – A detailed description of the model." *Working Paper 16/2013*, Banco de Portugal.
- Auclert, A.**, 2016, "Monetary Policy and the Redistribution Channel," manuscrito, Stanford University.
- Banco de Portugal e INE, 2016, "Inquérito à Situação Financeira das Famílias 2013", Destaque, 26 de outubro.
- Coibion, O., Y. Gorodnichenko, L. Kueng, e J. Silvia**, 2016, "Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the U.S.", University of Texas-Austin, manuscrito.
- Costa, S.**, 2016, "Situação financeira das famílias em Portugal: uma análise com base nos dados do ISFF 2013", *Revista de Estudos Económicos*, 2(4), pp. 15–60, Banco de Portugal.
- Costa, S. e L. Farinha**, 2012, "Inquérito à situação financeira das famílias: metodologia e principais resultados", *Occasional Paper*, Banco de Portugal 1-2012.
- Deutsche Bundesbank, 2016, "Distributional effects of monetary policy", *Monthly Report*, September.
- Doepke, M. e M. Schneider**, 2006, "Inflation and the Redistribution of Wealth," *Journal of Political Economy*, 114(6): 1069–97.
- Domanski, D., M. Scatigna e A. Zabai**, 2016, "Wealth Inequality and Monetary Policy," *BIS Quarterly Review* (March).
- Erosa, A. e G. Ventura**, 2002, "On Inflation as a Regressive Consumption Tax," *Journal of Monetary Economics*, 49(4): 761–795.
- Fisher, I.**, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* Vol. 1, No. 4: 337-357.
- Furceri, D., P. Loungani e A. Zdzienicka**, 2016, "The Effects of Monetary Policy Shocks on Inequality", *IMF Working Paper WP/16/245*.
- Júlio, P e J. F. Maria**, 2017, "Evolução do PIB em Portugal no período pós-2008: Uma narrativa de equilíbrio geral", *Revista de Estudos Económicos*, 3(2), Banco de Portugal.
- Wu, J. C. e F. D. Xia**, 2017, "Time Varying Lower Bound of Interest Rates in Europe", *Working Paper*.

Notas

1. O fator de 25 aplicado ao rendimento do trabalho estima o valor atual desse fluxo durante um período alargado de tempo. Por exemplo, um fluxo de rendimento constante atualizado a uma taxa nominal de 3,5% durante 40 anos tem um valor atual de cerca de 22 vezes o valor do fluxo. Na prática este fator não influencia os resultados para valores razoáveis da taxa de atualização e do tempo remanescente do fluxo, pelo que se optou por um fator de 25.
2. Recorde-se que os quintis de um determinado conjunto de elementos caracterizados por um atributo são os cinco grupos formados cada um por um quinto dos elementos do conjunto, agrupados por ordem crescente do atributo. Assim, o primeiro quintil da riqueza de uma população de famílias é o conjunto dos 20% de famílias com menor riqueza, segundo quintil é o conjunto dos 20% de famílias imediatamente a seguir em termos de riqueza, e assim sucessivamente.
3. Se as famílias do quintil intermédio forem afetadas de forma muito diferente das do quintil mais baixo os rácios Q5/Q3 e Q5/Q1 podem alterar-se em direções opostas.
4. Note-se também que, por construção, o primeiro quintil da distribuição da riqueza em sentido lato coincide em larga medida com o primeiro quintil da distribuição do rendimento. De facto, cerca de 75% das famílias no primeiro quintil da distribuição do rendimento situam-se igualmente no primeiro quintil da distribuição da riqueza em sentido lato. Em contraste, apenas um terço das famílias no primeiro quintil da distribuição do rendimento se situa no primeiro quintil da distribuição da riqueza líquida. Deste modo, a análise dos efeitos redistributivos sobre o primeiro quintil da riqueza em sentido lato será uma melhor aproximação ao que sucede a famílias numa situação de pobreza, tal como habitualmente definida no quadro da União Europeia (ou seja, como uma situação de privação de rendimentos monetários, medida em termos relativos face ao rendimento mediano da população).
5. Os negócios por conta própria correspondem a negócios em que algum membro da família é proprietário e em que tenha uma participação ativa como trabalhador ou como gestor.
6. No trimestre 2011 T1 o Inquérito ao Emprego teve uma importante mudança metodológica.
7. Ou seja, o aumento no rendimento do trabalho não é multiplicado por 25 na estimativa da evolução da riqueza em sentido lato no final do período.
8. No ISFF 2013, o primeiro quintil da riqueza líquida apresenta uma riqueza líquida negativa. Os cálculos apresentados assumem que o primeiro quintil apresenta uma riqueza líquida positiva, tal que o rácio Q5/Q1 se aproxime de 412, o nível observado no ISFF 2010 (ver Quadro 1).

9. Ver Tema em Destaque “Viver abaixo de zero: a transmissão da política monetária com taxas de juro negativas”, *Boletim Económico* de dezembro 2016, Banco de Portugal.

10. Esta trajetória da taxa de juro nominal de curto prazo é motivada pela magnitude da descida das taxas de juro “sombra” ocorrida entre o final de 2010 e o final de 2015 implícita em Wu e Xia (2017), embora outras referências conduzissem a valores semelhantes.

11. O impacto do aumento do PIB no EBITDA das empresas privadas foi obtido através de um modelo em que a variável dependente é o EBITDA em percentagem do ativo das pequenas e médias empresas portuguesas, selecionado de entre a família de modelos autorregressivos de ordens zero, um e dois, estimados em níveis, diferenças trimestrais e diferenças homólogas, com até duas variáveis explicativas de um conjunto que inclui: (i) os níveis em logaritmo do PIB corrente, do PIB a preços constantes, do IHPC e do emprego; (ii) a taxa de juro dos *stocks* de crédito a SNF e a taxa de desemprego. A especificação foi selecionada através do critério Akaike de informação. O modelo escolhido implica uma elasticidade de 0,37 da variação trimestral do EBITDA em percentagem do ativo das empresas face à taxa de crescimento do PIB em cadeia.

12. Esta hipótese implica que os fluxos de rendimento dos negócios por conta própria se mantêm constantes face ao valor inicial.

13. Este impacto é estimado com base num modelo econométrico relacionando os preços da habitação em Portugal com variáveis como o emprego, a taxa de juro real e o rendimento disponível das famílias.

