



# Boletim Económico

A economia  
portuguesa em 2018

Maio 2019



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA



# Boletim Económico

## A economia portuguesa em 2018

Maio 2019



**BANCO DE PORTUGAL**  
EUROSISTEMA

Lisboa, 2019 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

## I A economia portuguesa em 2018 | 5

1 Apresentação | 7

2 Enquadramento internacional | 11

Caixa 1 • Desenvolvimentos no processo de saída da União Europeia (*Brexit*) e o seu impacto no Reino Unido | 20

3 Condições monetárias e financeiras | 23

3.1 Área do euro | 23

3.2 Portugal | 25

Caixa 2 • Taxas de juro dos novos empréstimos concedidos às empresas por perfil de risco | 39

4 Política e situação orçamental | 41

Caixa 3 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva | 48

5 Oferta | 51

Caixa 4 • Contributo do setor do comércio e reparação para a atividade e emprego | 63

6 Procura | 66

Caixa 5 • Consumo, crédito e aplicações financeiras dos particulares | 75

7 Preços | 78

Caixa 6 • Previsões da inflação: Portugal e a área do euro | 83

8 Balança de Pagamentos | 85

Caixa 7 • Ajustamento cíclico das exportações e importações | 91

## II Tema em destaque | 95

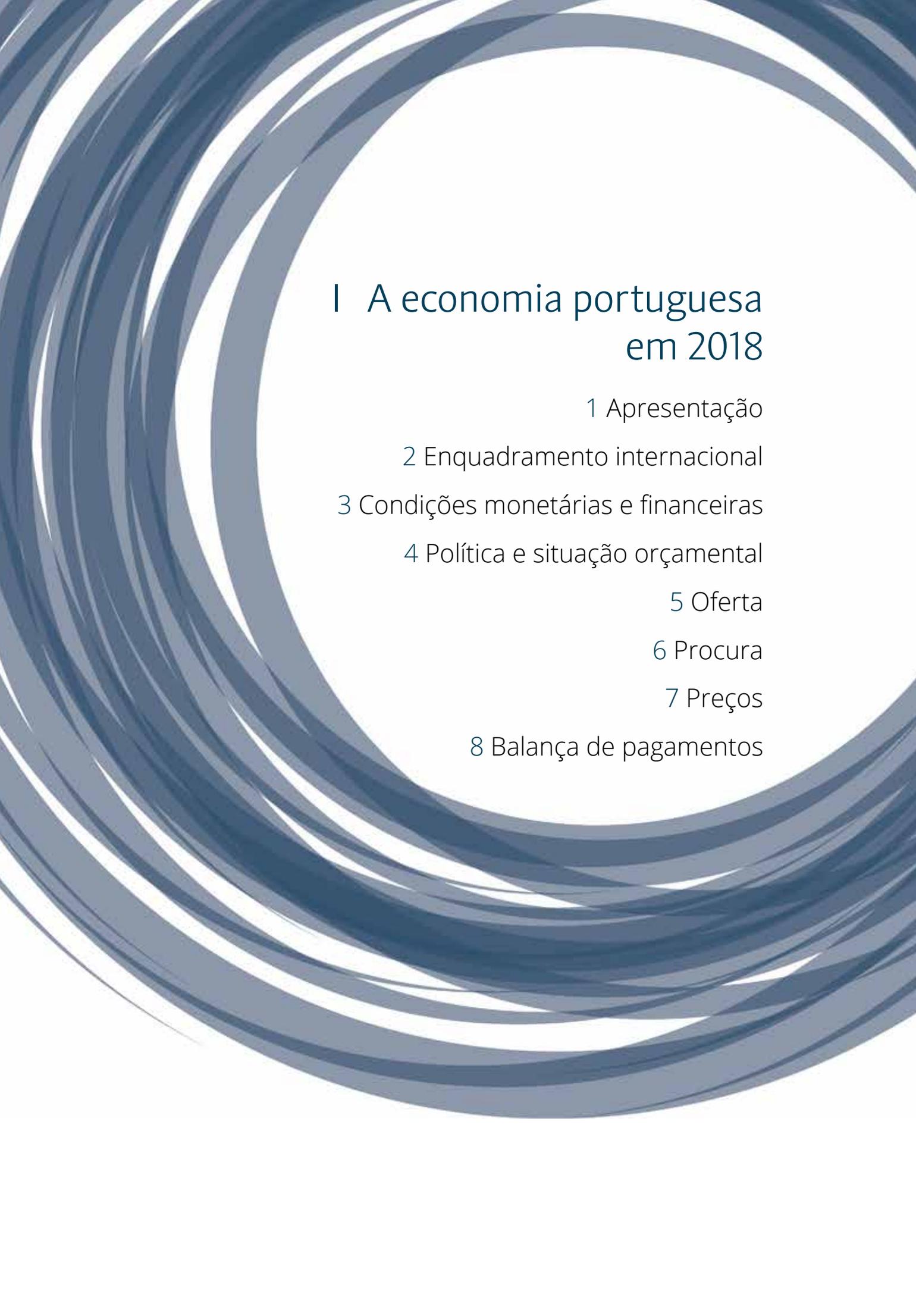
Produtividade aparente do trabalho em Portugal na última década: uma abordagem ao nível da empresa | 97

## III Séries | 119

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2018 | 121

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2018 | 122





# I A economia portuguesa em 2018

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

A economia portuguesa registou em 2018 o quinto ano consecutivo de expansão económica. O processo de ajustamento macroeconómico prosseguiu, designadamente na sua vertente de redução do endividamento dos vários setores da economia e, por esta via, dos desequilíbrios acumulados no passado. Tal ajustamento tem-se também caracterizado por uma maior abertura da economia ao exterior, mas não por um aumento da produtividade (a evolução desta variável na última década é objeto de análise no Tema em destaque). Com efeito, a expansão do produto no presente ciclo económico tem refletido essencialmente um crescimento do emprego. Em linha com o observado na área do euro, esta expansão tem também sido mais gradual do que em ciclos anteriores. O rendimento real apenas em 2018 ultrapassou o patamar em que se encontrava uma década antes. Nos anos mais recentes, o crescimento económico tem estado um pouco acima da média da área do euro, permitindo ganhos ligeiros de convergência em termos do PIB real *per capita*.

A política monetária do Banco Central Europeu permaneceu muito acomodatória e continuou a fornecer um enquadramento favorável às economias da área do euro, nomeadamente através do programa alargado de compra de ativos e da orientação quanto à evolução futura das taxas de juro. O diferencial do custo dos novos financiamentos bancários às empresas portuguesas face ao conjunto dos países da área do euro estabilizou aproximadamente no nível que se verificava antes da eclosão da crise financeira internacional. A política orçamental em Portugal tem mantido uma orientação globalmente neutra ao longo da fase de expansão da economia.

A atividade económica abrandou em 2018, num contexto de desaceleração generalizada na área do euro. Com efeito, verificou-se uma deterioração da envolvente externa global associada designadamente a receios de um recrudescimento do protecionismo, com efeitos penalizadores sobre os fluxos de comércio. No caso da economia portuguesa, a desaceleração face ao ano anterior foi determinada por um menor crescimento das exportações e, em menor grau, do investimento empresarial. Em contrapartida, o consumo privado continuou a crescer a um ritmo robusto, num quadro de manutenção de condições favoráveis no mercado de trabalho. As importações evidenciaram um perfil de desaceleração, mas menos vincado do que as exportações, o que implicou uma diminuição do excedente da balança de bens e serviços. Esta evolução exige uma atenção particular, uma vez que o endividamento externo da economia portuguesa permanece num nível elevado. O aumento do potencial de crescimento da economia é crucial para assegurar a manutenção de um perfil ascendente do consumo privado e de uma maior acumulação de capital, sem comprometer a necessária redução do endividamento. Neste contexto, a retoma de um perfil ascendente da produtividade constitui um dos desafios cruciais enfrentados pela economia portuguesa.

Analisando a evolução das componentes da procura, os perfis do consumo privado e do rendimento disponível continuaram em 2018 bastante alinhados. A variação do rendimento disponível tem sido principalmente suportada pelo aumento do emprego e dos salários, bem como das transferências públicas. As aquisições de bens duradouros, embora em desaceleração, têm revelado bastante dinamismo, evolução que deve ser compreendida à luz da forte retração das compras destes bens na fase inicial do ajustamento da economia portuguesa. O dinamismo da compra de bens duradouros beneficia das condições favoráveis de financiamento dos particulares,

o que é evidenciado pela crescente proporção financiada por crédito ao consumo no período recente. Não obstante, o setor das famílias tem, como um todo, conseguido reduzir o seu endividamento, com tradução num ritmo forte de amortização de passivos financeiros associados à aquisição de habitação.

A taxa de poupança das famílias manteve-se em níveis historicamente baixos. A evolução da poupança tem estado condicionada pela retoma do consumo privado para uma trajetória compatível com um maior bem-estar económico das famílias, num quadro de variação moderada do rendimento disponível. Com efeito, a evolução desfavorável da produtividade não tem permitido sustentar uma dinâmica mais forte dos salários e do rendimento. A manutenção da poupança num patamar baixo, conjugada com um maior dinamismo do investimento das famílias em habitação, tem-se traduzido numa queda da capacidade de financiamento deste setor institucional, a qual se aproximou de um valor nulo em 2018.

Após uma expansão forte nos últimos anos, a formação bruta de capital fixo empresarial desacelerou em 2018, num contexto que ainda é de reposição do *stock* de capital, após a redução significativa dos fluxos de investimento no início da presente década. A desaceleração desta variável, à qual é inerente um elevado grau de volatilidade, deverá refletir a influência de fatores de natureza conjuntural, como a deterioração das perspectivas de procura externa e o aumento da incerteza global. No médio e no longo prazo, porém, subsistem diversos fatores de natureza estrutural que condicionam a dinâmica do investimento das empresas.

A taxa de investimento das sociedades não financeiras (relação entre o investimento e o valor acrescentado do setor) tem vindo a aumentar muito gradualmente, após o mínimo registado em 2013, situando-se abaixo dos valores verificados em 2008. O *Inquérito aos Custos do Contexto* do INE aponta, em particular, fatores de enquadramento desfavoráveis associados ao sistema judicial, aos licenciamentos e ao sistema fiscal. Além disso, o setor empresarial tem estado confrontado com a necessidade de redução do endividamento, cuja trajetória descendente prosseguiu em 2018. No futuro, uma forte acumulação de capital produtivo pelas empresas portuguesas deverá ocorrer em paralelo com um crescimento do respetivo valor acrescentado, por forma a permitir manter um perfil equilibrado das necessidades de financiamento.

O investimento residencial manteve o dinamismo que tem vindo a registar desde 2016, continuando a ser sustentado por condições financeiras favoráveis e pela procura de não residentes, beneficiando ainda do dinamismo do setor do turismo. Os novos créditos à habitação têm acompanhado esta tendência, com um aumento substancial nos últimos anos, embora denotando alguma estabilização no período muito recente. Nos últimos dois anos, o investimento público voltou a uma trajetória de crescimento, porém a partir de níveis historicamente baixos. O processo de retoma do investimento público deverá ser guiado por critérios de seletividade, tendo em vista o respetivo impacto sobre o potencial de crescimento da economia.

As exportações desaceleraram em 2018, tendo tido uma evolução diferenciada por mercados. As exportações intra-UE mantiveram um crescimento significativo, não obstante o abrandamento da procura externa nessas economias. Em particular, terão continuado a existir ganhos de quota nestes mercados, muito concentrados nas vendas de automóveis. As vendas para fora da União Europeia tiveram, em contraste, uma evolução negativa. As exportações de turismo continuaram a evidenciar bastante dinamismo, apesar de algum abrandamento, permitindo a consolidação de ganhos de quota de mercado e o reforço da contribuição do setor para o equilíbrio das contas

externas. O excedente da balança de bens e serviços diminuiu face ao ano anterior, refletindo essencialmente um efeito volume. Não obstante o abrandamento no último ano, mantém-se uma tendência estrutural de expansão das exportações. A evidência microeconómica corrobora o aumento da proporção de empresas que vendem uma parte relevante da sua produção para mercados externos, sendo este desenvolvimento transversal aos vários setores (ver Tema em destaque). Desta evidência resulta ainda uma associação positiva entre e a produtividade e a internacionalização das empresas, quer através das vendas ao exterior, quer da importação dos bens e serviços utilizados no processo produtivo.

O mercado de trabalho continuou a registar em 2018 uma evolução muito favorável, verificando-se um crescimento do emprego, ainda que em desaceleração, e uma diminuição substancial da taxa de desemprego. A taxa de desemprego situa-se atualmente abaixo do nível médio da área do euro e próxima dos valores verificados em meados da década passada. A maior utilização do fator trabalho tem ocorrido por via da redução do desemprego, sobretudo do desemprego de média e longa duração nos últimos dois anos, bem como pela mobilização de indivíduos inativos mas vinculados ao mercado de trabalho. De facto, tem-se verificado um aumento da taxa de atividade desde 2017, com incidência nos escalões etários mais elevados. Além disso, o mercado de trabalho português tem beneficiando de um saldo migratório positivo no período recente. Com o estreitamento da subutilização do fator trabalho, a tendência de envelhecimento e de redução da população residente tenderá a assumir maior acuidade como fator limitativo à expansão da oferta de trabalho e do potencial de crescimento da economia. Tal efeito poderá ser atenuado na medida em que a economia portuguesa consiga atrair trabalhadores qualificados.

Os salários têm vindo a acelerar no período recente em linha com a maior utilização do fator trabalho, denotando ainda assim uma evolução contida e globalmente em linha com a que se tem registado na área do euro. O crescimento dos salários conjugado com uma evolução desfavorável da produtividade tem-se traduzido num perfil ascendente dos custos do trabalho por unidade produzida, o qual, por sua vez, tem colocado alguma pressão sobre os preços. Esta pressão tem sido, porém, parcialmente acomodada por uma redução das margens. De uma forma geral, as trajetórias dos custos de trabalho e excedente de exploração por unidade produzida em Portugal e na área do euro não têm divergido no período recente. Em paralelo, as pressões inflacionistas externas diminuíram em 2018.

O saldo orçamental tem evidenciado uma trajetória de aumento nos últimos anos, atingindo um valor próximo do equilíbrio em 2018. A orientação da política orçamental foi aproximadamente neutra, conclusão que permanece válida quando se consideram os últimos cinco anos no seu conjunto. Num quadro de diminuição das despesas com juros, tem-se verificado uma aproximação ao Objetivo de Médio Prazo. O rácio da dívida pública relativamente ao PIB reduziu-se no período recente, mas permanece entre os mais elevados da área do euro. Neste contexto, saliente-se a importância de esforços adicionais de consolidação orçamental, tendo em vista a redução da dívida pública a um ritmo mais forte, e fazer face a pressões futuras do lado da despesa associadas ao envelhecimento populacional e à retoma do investimento público.

O saldo conjunto das balanças corrente e de capital diminuiu em 2018, mantendo a economia portuguesa uma capacidade de financiamento face ao exterior, mas de magnitude reduzida. A correção da posição de investimento internacional negativa, em percentagem do PIB, prosseguiu em 2018, refletindo sobretudo o efeito do crescimento deste último agregado. Não obstante algum progresso alcançado, a magnitude do endividamento externo permanece uma das principais vulnerabilidades latentes da economia portuguesa.

A produtividade aparente do trabalho tem estado estagnada no período de recuperação da atividade em Portugal, após ganhos durante os episódios recessivos, associados ao desaparecimento de empresas e postos de trabalho menos produtivos. Embora a atual fase de expansão nas economias desenvolvidas se esteja a caracterizar por um crescimento fraco da produtividade (de forma atípica face a ciclos económicos anteriores), Portugal tem divergido face à área do euro ao longo do último quinquénio.

A estagnação da produtividade em Portugal no contexto atual insere-se numa tendência de longo prazo de baixo crescimento, que terá sido agravada pelo impacto adverso, acima referido, do processo de ajustamento na acumulação de capital. Ao mesmo tempo, o saldo migratório negativo que persistiu até 2016, incidindo particularmente sobre as faixas etárias mais jovens, teve um impacto desfavorável sobre o capital humano. Desenvolvimentos positivos, designadamente as reformas implementadas no âmbito do programa de ajustamento e a grande melhoria das qualificações da força de trabalho que se vem operando nas últimas décadas, parecem não ter conseguido colocar a produtividade num trajetória ascendente. A evidência microeconómica apresentada no Tema em destaque confirma a imobilidade da produtividade em termos intrasectoriais nos últimos anos. Os ganhos têm sido sobretudo conseguidos através do aumento do peso dos setores mais produtivos na economia. Tal evolução aparece, em particular, associada a dificuldades de crescimento das empresas ao longo do seu ciclo de vida, que são comuns aos diversos setores. Em contrapartida, verifica-se um padrão de convergência rápida das empresas chegadas ao mercado ao longo da última década para o patamar de produtividade das empresas mais antigas.

A participação na União Económica e Monetária continua a colocar grandes desafios às economias nacionais. A política monetária comum proporciona um enquadramento de estabilidade de preços e condições monetárias favoráveis, mas não garante por si só a preservação dos equilíbrios macroeconómicos, nem a convergência real das economias. A coordenação macroeconómica ao nível europeu tem dado passos importantes, precisamente como resposta a limitações que se tornaram evidentes com a eclosão das crises económicas no início desta década, sendo de destacar o início da União Bancária.<sup>1</sup> Também nas vertentes orçamental e macroeconómica têm sido aprofundados os mecanismos de supervisão multilateral. Em particular, o Semestre Europeu e o Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos têm ganho um papel de relevo na identificação dos desequilíbrios macroeconómicos e na formulação de recomendações pelas instituições europeias, tendo em vista a sua correção. Não obstante, nas duas vertentes referidas, a arquitetura institucional europeia coloca sobre os Estados-membros o papel essencial na implementação de políticas económicas que promovam a convergência entre as economias. Deste modo, é crucial que os intervenientes no processo de tomada de decisão e os agentes económicos, ao nível nacional, se revejam na participação na União Económica e Monetária e estejam conscientes dos benefícios e exigências que daí decorrem. Este processo passa também pelo fortalecimento das instituições que analisam a consistência das políticas implementadas ao nível nacional com as necessidades de coordenação ao nível europeu, nomeadamente dos conselhos de finanças públicas e dos conselhos para a produtividade. Ao mesmo tempo, o aprofundamento da União Bancária constitui um imperativo inadiável. Neste enquadramento, a melhoria do bem-estar económico dos portugueses depende da manutenção de uma ambição reformista, num quadro de estabilidade e de incentivos adequados aos agentes económicos.

1. Veja-se, a este propósito, Amador, Valle e Azevedo, e Braz (2018). "O aprofundamento da União Económica e Monetária". Banco de Portugal *Occasional Paper* 1.

## 2 Enquadramento internacional

### Menor dinamismo da atividade económica mundial em 2018 com acentuada desaceleração do comércio mundial

A atividade económica mundial registou um abrandamento em 2018, num contexto de tensões comerciais crescentes entre os EUA e China, de deterioração das perspetivas quanto ao investimento, de incerteza quanto ao curso das políticas em diversos países e de condições financeiras mais restritivas (Gráfico I.2.1).

O abrandamento da atividade ocorreu quer no conjunto das economias avançadas quer nas economias de mercado emergentes, mas com desempenhos diferenciados entre países (Quadro I.2.1). Destacam-se a aceleração da economia norte-americana, o elevado dinamismo da Índia e um ritmo de crescimento ainda robusto, embora mais baixo, na economia chinesa. Em contraste, observou-se uma desaceleração no Japão, no Reino Unido, na área do euro e também nalgumas economias de mercado emergentes, como a Turquia e a Argentina. No contexto de moderação da atividade económica, em especial nas componentes do investimento e das exportações, o volume de comércio mundial desacelerou fortemente, sendo esta evolução generalizada em termos de países (Gráfico I.2.2).

**Quadro I.2.1 • Crescimento do PIB mundial | Taxa de variação anual, em percentagem**

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Economia mundial</b>	3,6	3,4	3,4	3,8	3,6
<b>Economias avançadas</b>	2,1	2,3	1,7	2,4	2,2
EUA	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9
Japão	0,3	1,3	0,6	1,9	0,8
Área do euro	1,4	2,0	1,9	2,5	1,8
Alemanha	2,2	1,5	2,2	2,5	1,4
França	1,0	1,0	1,1	2,3	1,6
Itália	0,2	0,8	1,2	1,7	0,7
Espanha	1,4	3,6	3,2	3,0	2,6
Reino Unido	2,9	2,3	1,8	1,8	1,4
<b>Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento</b>	4,7	4,3	4,6	4,8	4,5
Países europeus em desenvolvimento	3,9	4,8	3,3	6,0	3,6
Comunidade de Estados Independentes	1,0	-1,9	0,8	2,4	2,8
Rússia	0,7	-2,5	0,3	1,6	2,3
Países asiáticos em desenvolvimento	6,8	6,8	6,7	6,6	6,4
China	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6
Índia	7,4	8,0	8,2	7,2	7,1
América Latina e Caraíbas	1,3	0,3	-0,6	1,2	1,0
Brasil	0,5	-3,5	-3,3	1,1	1,1
Médio Oriente e Norte de África	2,7	2,5	5,3	1,8	1,4
África Subsariana	5,1	3,2	1,4	2,9	3,0

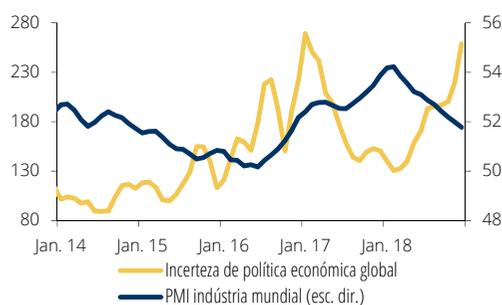
Fontes: Eurostat e FMI.

### Volatilidade do preço do petróleo ao longo do ano condiciona evolução da inflação

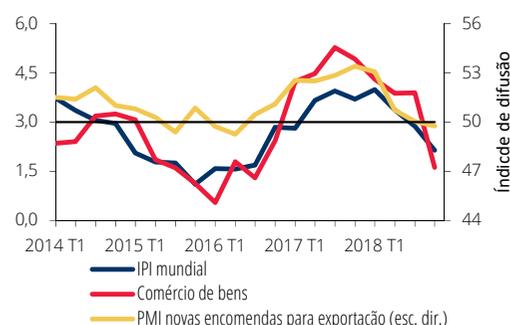
O preço do petróleo registou consideráveis oscilações ao longo do ano. Até outubro prevaleceu uma tendência ascendente, até atingir um máximo de 5 anos de cerca de 85 dólares por barril,

no contexto de forte procura mundial e de receios quanto ao impacto das sanções norte-americanas nas exportações iranianas e das disrupções na oferta por parte da Venezuela. Posteriormente verificou-se uma inversão abrupta nesta trajetória, registando-se uma queda do preço para cerca de 50 dólares por barril no final de 2018, devido a receios de excesso de oferta e também resultado do enfraquecimento das perspetivas de crescimento global no final do ano.

**Gráfico I.2.1 • Purchasing Managers' Index da indústria e incerteza de política económica globais | Índice de difusão**



**Gráfico I.2.2 • Indicadores de atividade e comércio mundiais | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: Markit e [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com). | Notas: O índice de incerteza global de políticas económicas é uma média ponderada (em termos do PIB a preços correntes) dos índices de 20 países (Austrália, Brasil, Canadá, Chile, China, França, Alemanha, Grécia, Índia, Irlanda, Itália, Japão, México, Países Baixos, Rússia, Coreia do Sul, Espanha, Suécia, Reino Unido e Estados Unidos). Cada índice nacional reflete a frequência relativa em artigos em jornais nacionais de termos relacionados com 3 categorias: economia, política e incerteza. PMI – Purchasing Managers' Index, é um indicador calculado com base em inquéritos mensais a empresários sobre indústria, serviços, construção e retalho. Um valor abaixo de 50 indica deterioração das condições. Médias móveis a 3 meses.

Fontes: CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis, Markit Economics e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Comércio mundial definido como a média entre as exportações e importações de bens. PMI – Purchasing Managers' Index, é um indicador calculado com base em inquéritos mensais a empresários sobre indústria, serviços, construção e retalho. Um valor abaixo de 50 indica deterioração das condições. Médias móveis a 3 meses.

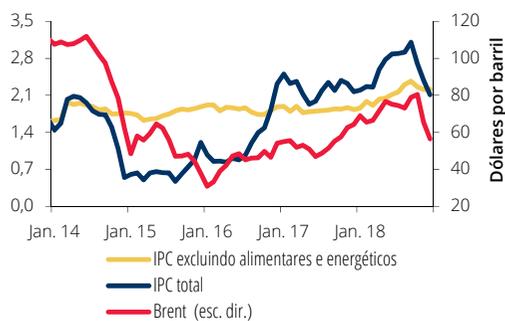
A evolução da inflação nas economias avançadas refletiu o comportamento dos preços dos bens energéticos, aumentando até ao terceiro trimestre e reduzindo-se ligeiramente no final do ano. Excluindo as componentes mais voláteis, é de assinalar um aumento da inflação após um período prolongado sem alterações de relevo (Gráfico I.2.3). A melhoria dos mercados de trabalho nestas economias – a taxa de desemprego no conjunto dos países da OCDE está ao nível mais baixo desde 1980 – estão a traduzir-se gradualmente num maior crescimento dos salários (Gráfico I.2.4).

## Atividade continuou a acelerar em 2018 nos EUA, mas desacelerou no Reino Unido

A economia norte-americana registou em 2018 o nono ano consecutivo de expansão da atividade. O ritmo da recuperação em curso é inferior ao observado em episódios anteriores de recuperações (Gráfico I.2.5, Painel A). Refira-se que a recuperação na área do euro tem sido ainda mais lenta (Gráfico I.2.5, Painel B). O crescimento médio anual do PIB nos EUA situou-se em 2,9%, sustentado pelo dinamismo da procura interna, num contexto de manutenção de condições monetárias e financeiras ainda favoráveis, da melhoria sustentada da situação no mercado de trabalho e do impacto do pacote de estímulo orçamental introduzido no final de 2017. O crescimento anual das exportações passou de 3,0% para 4,0% e as importações mantiveram um crescimento sólido. No que se refere

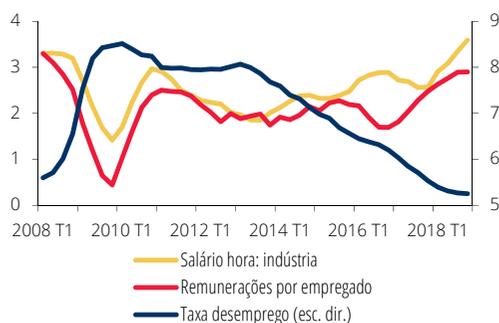
à evolução dos preços no consumidor, a variação homóloga do deflator do consumo privado excluindo as componentes mais voláteis, evidenciou um aumento gradual no decurso de 2018. Dado este enquadramento, o Federal Open Market Committee (FOMC) continuou o processo de normalização das taxas de juro de política, com aumentos nas reuniões de março, junho, setembro e dezembro, prosseguindo também a normalização do balanço que tinha sido iniciada em outubro de 2017.

**Gráfico I.2.3 • Inflação na OCDE e preço do petróleo em dólares por barril | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



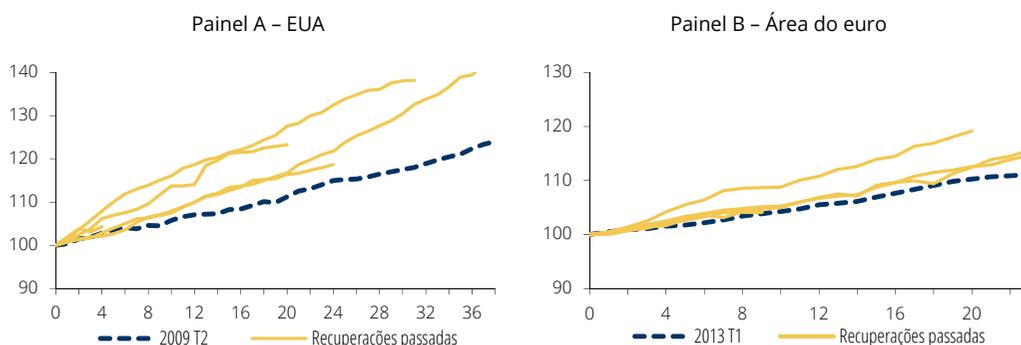
Fontes: Refinitiv, OCDE e Bloomberg.

**Gráfico I.2.4 • Mercado de trabalho na OCDE | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: OCDE, Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico I.2.5 • Recuperação económica nos EUA e na área do euro | Trimestre desde o ponto mais baixo, em índice**



Fontes: Eurostat, CEPR, NEBR, Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: No caso da área do euro utilizou-se a datação dos ciclos do CEPR: 1975 T1, 1982 T3, 1993 T3, 2009 T2 e 2013 T1. No caso dos EUA a datação dos ciclos é do NBER: 1975 T1, 1980 T3, 1982 T4, 1991 T1, 2001 T4 e 2009 T2. Para o cálculo das recuperações passadas apenas são incluídos os dados para o período de tempo em que se está em expansão. As linhas a tracejado que se referem às recuperações em curso terminam no quarto trimestre de 2018.

No Reino Unido, o principal parceiro comercial português fora da área do euro, a atividade económica desacelerou 0,4 pp para 1,4%, em taxa de variação anual. O consumo privado manteve um crescimento robusto, mas a FBCF registou uma desaceleração acentuada e o contributo da procura externa reduziu-se significativamente, devido à incerteza relativa ao *Brexit* (Caixa 1) e ao menor crescimento da procura mundial. A taxa de variação homóloga do índice de preços no consumidor diminuiu no decurso do ano, de 2,9% em dezembro de 2017 para 2,1% em dezembro de 2018, refletindo em parte o desaparecimento gradual do impacto da depreciação passada da libra e, nos últimos meses do ano, a queda do preço internacional do petróleo. Em agosto, o Banco de Inglaterra decidiu subir a taxa de juro de política monetária para 0,75% (+0,25 pp), esperando uma convergência gradual da inflação para o objetivo de 2,0%.

No que se refere à evolução da atividade económica nas economias de mercado emergentes que apresentam uma maior relevância para os fluxos comerciais portugueses, em 2018 verificou-se uma desaceleração da economia chinesa<sup>2</sup> (de 6,8% para 6,6%, em termos médios anuais), tendo o Brasil mantido um crescimento baixo (1,1% no conjunto do ano), num quadro de elevada incerteza política. Em Angola, no contexto da adoção do Programa de Estabilização Macroeconómica em janeiro de 2018, a atividade caiu 1,7% em 2018, o que compara com -0,2% no ano anterior.

## ∴ Atividade na área do euro abrandou mais do que era antecipado

Em 2018, o crescimento do PIB na área do euro caiu de 2,5 para 1,8%. A desaceleração da atividade foi generalizada em termos de países e deveu-se sobretudo à evolução das exportações. No conjunto do ano, as exportações desaceleraram de 5,5 para 3,1%, dado o abrandamento da economia mundial e o aumento da incerteza associado às políticas comerciais. O abrandamento da economia foi mais acentuado do que o previsto e resultou também da combinação de um conjunto de fatores específicos a países e setores, cujo impacto se revelou nalguns casos mais persistente do que inicialmente antecipado. Em particular, ocorreram constrangimentos na produção associados a situações meteorológicas desfavoráveis no primeiro semestre e, no segundo semestre, estrangulamentos na indústria automóvel na Alemanha e disrupções na produção em França.

Em relação às componentes da procura interna, verificou-se uma desaceleração do consumo privado, mas o crescimento manteve-se em linha com a média observada nas duas últimas décadas. As despesas dos consumidores continuaram a ser suportadas por condições favoráveis no mercado de trabalho e nos mercados de crédito. A FBCF na área do euro manteve um crescimento relativamente elevado, semelhante ao do ano anterior.

Focando nas quatro maiores economias da área do euro, que representam cerca de metade da procura externa portuguesa, o abrandamento foi menos acentuado na economia espanhola, que continuou a apresentar uma taxa de crescimento anual mais elevada do que nas restantes economias (2,6% em Espanha, face a 1,6% na França, 1,4% na Alemanha e 0,7% na Itália). Com exceção de Espanha, a procura interna registou um abrandamento nestas economias em 2018, visível quer no consumo privado quer na FBCF. As exportações e importações de bens e serviços apresentaram uma desaceleração nestas quatro economias.

## ∴ Procura externa dirigida a Portugal desacelera

Em 2018, o indicador de procura externa dirigida a Portugal registou um abrandamento de 4,6% para 3,4%. Em termos intra-anuais, observou-se uma desaceleração do indicador de procura externa da primeira para a segunda metade do ano, que foi comum à componente intra e extra-área do euro (Quadro I.2.2).

## ∴ Aumento ligeiro da inflação na área do euro mas a inflação subjacente manteve-se em níveis baixos

Na área do euro, a taxa de variação anual do IHPC registou um aumento, passando de 1,5% em 2017 para 1,8% em 2018 (Gráfico I.2.6). A inflação excluindo bens energéticos e alimentares manteve-se

2. Durante o ano várias medidas de política económica foram introduzidas na China, incluindo 3 descidas do rácio das reservas mínimas pelo banco central e o anúncio pelo governo chinês de medidas de estímulo à economia, para contrariarem o impacto das disputas comerciais.

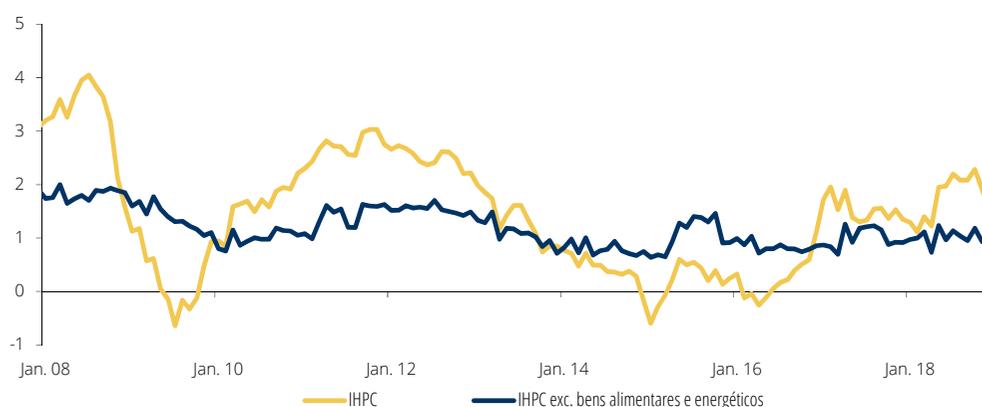
em torno de 1%, um nível baixo quando comparado com os observados no período anterior à crise financeira internacional. A generalidade dos itens que compõem a inflação subjacente registou variações anuais abaixo dos níveis pré-crise. Refira-se que, no grupo de países mais afetados pela crise das dívidas soberanas, a inflação está significativamente mais baixa que no período pré-crise, mas que no caso dos países que mantiveram uma alta notação creditícia, a inflação não se alterou significativamente ao longo de todo o período (Gráfico I.2.7).

### Quadro I.2.2 • Procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos <sup>(b)</sup>	2014	2015	2016	2017	2018	2017		2018	
							S1	S2	S1	S2
<b>Procura externa (BCE) <sup>(a)</sup></b>	100	4,9	4,0	2,8	4,6	3,4	4,2	4,9	3,8	2,9
Procura externa intra-área do euro	62,7	5,1	6,1	3,2	5,0	2,9	4,8	5,2	3,4	2,4
Importações:										
Espanha	25,5	6,6	5,4	2,9	5,6	3,5	4,9	6,2	5,0	2,0
Alemanha	12,0	3,6	5,2	4,0	5,3	3,4	5,0	5,6	3,3	3,6
França	12,5	4,9	5,7	3,1	4,1	0,9	4,3	4,0	0,8	0,9
Itália	3,4	3,0	6,7	3,8	5,8	1,8	5,8	5,9	2,3	1,4
Procura externa extra-área do euro	37,3	4,5	0,6	2,0	3,8	4,2	3,2	4,4	4,5	3,9
Importações:										
Reino Unido	6,8	3,8	5,5	3,3	3,5	0,7	4,9	2,1	0,0	1,3
Estados Unidos	4,9	5,1	5,5	1,9	4,6	4,5	4,4	4,7	4,5	4,5
Brasil	1,2	-2,3	-14,0	-10,3	5,5	11,1	2,8	8,2	7,5	14,5
China	1,6	5,1	-1,5	3,8	6,0	6,2	8,4	3,7	6,3	6,0
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		3,9	2,8	2,2	5,4	3,8	-	-	-	-
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		2,8	1,7	1,5	5,2	3,8	4,8	5,5	4,6	3,0

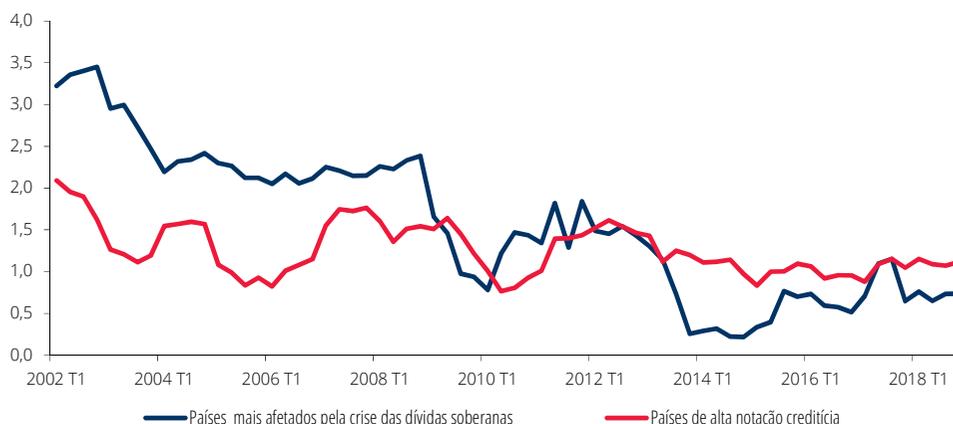
Fontes: BCE, CPB, FMI, Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: (a) Calculada pelo BCE como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país/região é ponderado de acordo com o seu peso nas exportações de Portugal. (b) Pesos no total de exportações de bens, média do período 2014-16.

### Gráfico I.2.6 • IHPC da área do euro | Taxa de variação homóloga em percentagem



Fonte: Eurostat. | Nota: Em janeiro de 2019 foi introduzida uma nova metodologia para o cálculo dos índices de férias organizadas para a Alemanha e o Eurostat alterou o cálculo dos agregados dos agregados especiais agora compilados a partir do nível de 5 (COICOPS). Os dados revistos começam em janeiro de 2015 e janeiro de 2017. Devido a estas alterações, os serviços, as séries das taxas de inflação subjacente e total da Alemanha e da área do euro têm quebras durante 2015, tal como as taxas de variação homóloga dos agregados especiais têm quebras durante 2017 para todos os países e para a área do euro.

**Gráfico I.2.7 • IHPC excluindo bens alimentares e energéticos em países da área do euro**  
| Taxa de variação homóloga, em percentagem

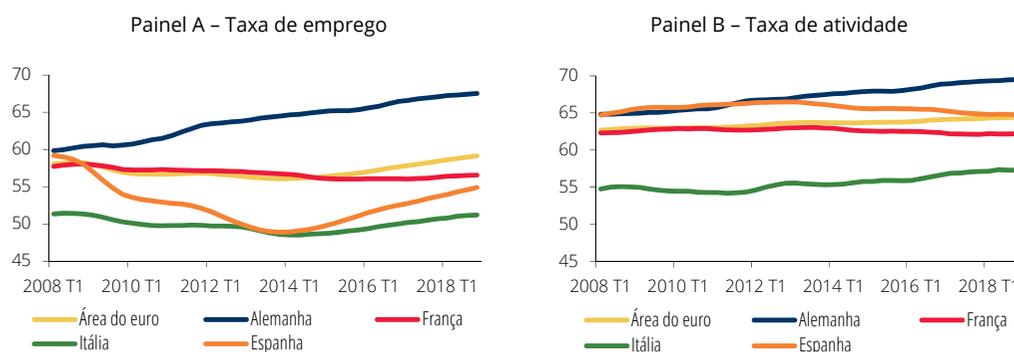


Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Países com alta notação creditícia: Alemanha, França, Países Baixos, Áustria, Bélgica e Finlândia. Países mais afetados pela crise das dívidas soberanas: Itália, Espanha, Irlanda, Portugal, Grécia e Chipre. Para efeitos de comparação entre países utilizaram-se os dados do IHPC disponíveis antes das alterações metodológicas implementadas pelo Eurostat em janeiro de 2019.

## ∴ Expansão do emprego na área do euro e aceleração dos custos salariais

No decurso de 2018, as condições no mercado de trabalho da área do euro continuaram a melhorar. A taxa de desemprego atingiu 7,9% no final do ano, o nível mais baixo da última década, mas mantiveram-se diferenças assinaláveis entre os países da área do euro. O emprego continuou a recuperar (crescimento de 1,5% em 2018 face a 1,6% em 2017), sendo a recuperação visível na generalidade dos países (Gráfico I.2.8, Painel A). A expansão do emprego na área do euro tem sido suportada pelo aumento da taxa de atividade, em particular dos escalões etários mais elevados, que mais que compensou o impacto negativo do envelhecimento da população. O impacto favorável da taxa de atividade foi particularmente visível na Alemanha e em Itália (Gráfico I.2.8, Painel B).

**Gráfico I.2.8 • Taxas de emprego e de atividade | Percentagem**



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Dados do Labour Force Survey. Taxa de emprego definida como o rácio entre o emprego e a população com idade entre os 15 e 74 anos. Taxa de atividade definida como o rácio entre a população ativa e a população com idade entre os 15 e 74 anos.

A remuneração por empregado manteve a trajetória de aceleração iniciada em meados de 2016 (crescimento de 2,2% em 2018, que compara com 1,6% em 2017). Esta aceleração refletiu-se, com

algum desfasamento, num maior crescimento dos custos de trabalho por unidade produzida (CTUP) (1,9% em 2018 face a 0,7% em 2017), que foi abrangente quer em termos de países quer de setores. Todavia, a transmissão desta evolução dos custos de trabalho para os preços no consumidor tem sido muito limitada, nomeadamente para os preços dos serviços onde o peso do fator trabalho tende a ser superior (Gráfico I.2.9).

**Gráfico I.2.9 • IHPC e Remuneração por empregado na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: Eurostat e BCE.

As expetativas de inflação na área do euro para prazos mais longos implícitas em instrumentos de mercado – que se tinham mantido relativamente estáveis desde outubro de 2017, altura do último anúncio de expansão do programa de compra de ativos pelo Banco Central Europeu (BCE) –, registaram alguma redução nos últimos meses de 2018, o que parece ter estado associado à queda abrupta do preço do petróleo nos mercados internacionais. De acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais (Survey of Professional Forecasters – SPF), as expetativas de inflação para um horizonte de quatro a cinco anos foram também revistas em baixa para 1,8% na parte final do ano (de acordo com o inquérito publicado em janeiro de 2019), mantendo-se o balanço de riscos em torno desta estimativa<sup>3</sup> enviesado em baixa (Gráfico I.2.10). É também de referir que, com base neste inquérito, a probabilidade da inflação ficar abaixo de 1,5% no médio e longo prazo registou um aumento (Gráfico I.2.11).

## Os mercados financeiros internacionais foram marcados por picos de volatilidade e de incerteza

Em 2018, os mercados financeiros internacionais foram marcados por diversos picos de volatilidade, que estiveram associados aos receios de retirada de estímulos monetários pela Reserva Federal, ao anúncio e aplicação de medidas protecionistas pelos EUA e à instabilidade de políticas em alguns países da área do euro. Manteve-se igualmente uma elevada incerteza associada ao processo de saída do Reino Unido da UE.

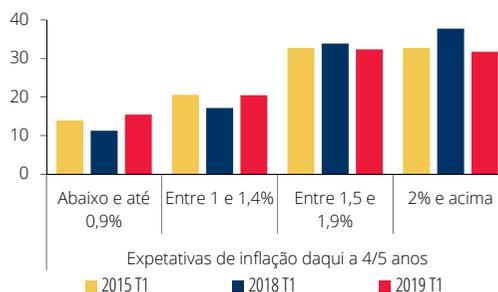
3. O balanço de riscos é medido pela assimetria da distribuição de probabilidade em torno da estimativa pontual.

**Gráfico I.2.10 • Expetativas de inflação no médio e longo prazo | Percentagem**



Fontes: BCE (Survey of Professional Forecasters) e Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Expectativas para taxas de inflação médias implícitas em instrumentos de mercado (durante 5 anos) e obtidas através de inquéritos a entidades privadas (durante 2 anos) a começar daqui a 4/5 anos.

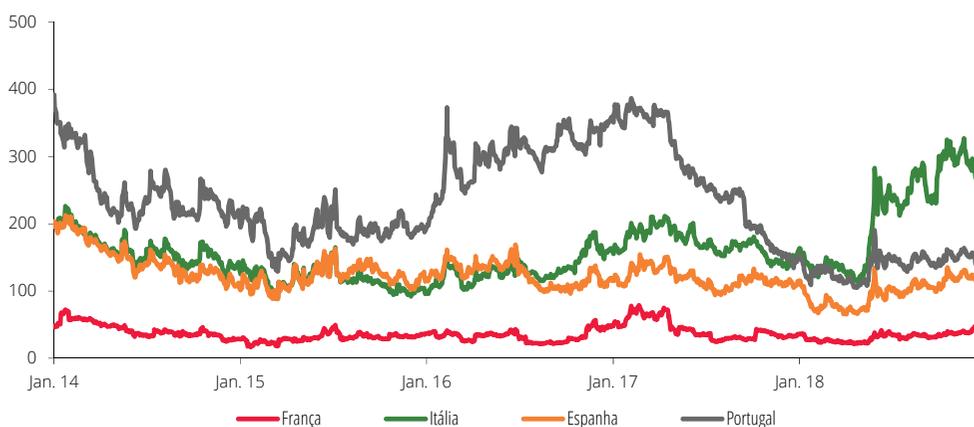
**Gráfico I.2.11 • Expetativas de inflação a 4/5 anos | Distribuição de probabilidade, em percentagem**



Fonte: BCE (Survey of Professional Forecasters). | Nota: Distribuição da probabilidade agregada com base nas respostas individuais ao inquérito.

No mercado obrigacionista, observou-se uma subida das taxas de juro da dívida pública nos EUA e também no Reino Unido, em particular em prazos mais curtos, associada a expetativas de subida das taxas de juro de política monetária num futuro próximo. Nos prazos mais longos as subidas foram limitadas pela expetativa crescente de desaceleração económica em 2019. Na área do euro as taxas de juro de dívida pública apresentaram períodos de volatilidade, que se traduziram num alargamento dos diferenciais da dívida pública de alguns países face à dívida alemã (Gráfico I.2.12). Por seu turno, as valorizações nos mercados acionistas foram invertidas a partir do fim do verão com o menor otimismo quanto aos ganhos das empresas no contexto de revisão em baixa das perspetivas de crescimento económico (Gráfico I.2.13).

**Gráfico I.2.12 • Diferenciais de taxas de rendibilidade da dívida pública a dez anos face à Alemanha | Pontos base**

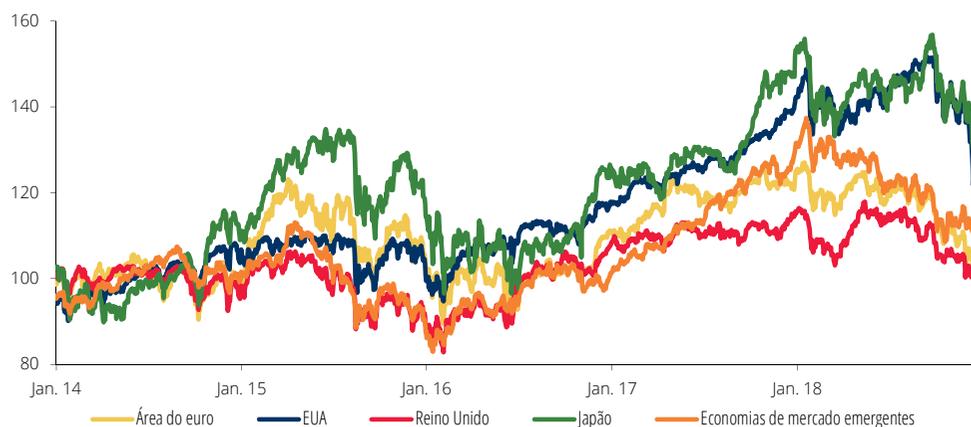


Fontes: Refinitiv e cálculos do Banco de Portugal.

No mercado cambial, verificou-se uma tendência de apreciação do dólar em 2018, num quadro de atividade económica sólida nos EUA e aumento das taxas de juro de política, bem como das

moedas consideradas de refúgio (iene, franco suíço), no contexto das referidas tensões comerciais e geopolíticas, enquanto a libra evidenciou uma depreciação. Refira-se que o movimento de apreciação do dólar desencadeou um sentimento de aversão ao risco que se traduziu por uma fuga de capitais dos mercados emergentes e significativas depreciações no caso de algumas moedas (lira turca, dólar de Singapura e de Hong-Kong). A moeda chinesa também depreciou acentuadamente a partir de meados do ano, no contexto da intensificação de tensões comerciais com os EUA.

**Gráfico I.2.13 • Mercados accionistas | Índice 2014=100**



Fontes: Refinitiv, Bloomberg e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Índices bolsistas representados – Dow Jones Eurostoxx (Área do euro), Standard and Poors (EUA), Footsie (Reino Unido), Nikkei (Japão) e MSCI para economias de mercado emergentes.

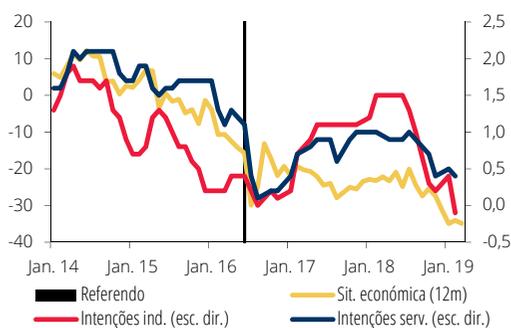
### Caixa 1 • Desenvolvimentos no processo de saída da União Europeia (*Brexit*) e o seu impacto no Reino Unido<sup>4</sup>

No seguimento do resultado do referendo de 23 de junho de 2016<sup>5</sup>, o Reino Unido ativou no dia 29 de março de 2017 o artigo 50.º do Tratado de Lisboa, notificando o Conselho Europeu da intenção de sair da União Europeia e definindo como prazo para a saída o dia 29 de março de 2019. Desde então, representantes de ambas as partes estiveram envolvidos num longo processo de negociação, que produziu em novembro de 2018 um acordo de saída, estabelecendo os termos de uma transição gradual para o novo regime, e uma declaração política com os princípios da relação futura entre o Reino Unido e a União Europeia (a ser definida até ao final do período de transição, no final de 2020). Este entendimento entre as duas equipas de negociação (daqui em diante referido simplesmente como “acordo”) foi, no entanto, rejeitado pelo parlamento britânico em dezembro de 2018, tornando a possibilidade de uma saída do Reino Unido da União Europeia sem um acordo num dos principais riscos para as economias europeias. A proximidade da data limite para a saída e os progressos limitados na aceitação de um acordo no parlamento britânico contribuíram para o aumento das tensões políticas, intensificação do clima de incerteza e deterioração da confiança dos agentes económicos (Gráfico C1.1 e gráfico C1.2). No final de março foi solicitada uma extensão do artigo 50.º por parte do Reino Unido, tendo o prazo para a saída sido inicialmente adiado até 12 de abril, seguindo-se uma nova extensão até 31 de outubro de 2019.

**Gráfico C1.1 • Índice de incerteza de política económica**



**Gráfico C1.2 • Evolução das perspectivas dos agentes económicos e intenções de investimento | Saldo de respostas extremas**



Fonte: *Measuring Economic Policy Uncertainty* por Scott Baker, Nicholas Bloom e Steven J. Davis (disponível em [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com)). | Nota: O índice reflete a frequência relativa de termos relacionados com 3 categorias: economia, política e incerteza em artigos de 11 jornais do Reino Unido.

Fontes: Banco de Inglaterra e Comissão Europeia.

O desfecho do processo de saída do Reino Unido da União Europeia permanece incerto, podendo inclusivamente ser revertido<sup>6</sup>, e o seu impacto económico no médio-longo prazo é de difícil quantificação uma vez que não existe precedente histórico de saída de uma economia como o Reino

4. Esta caixa baseou-se na informação disponível até meados de abril de 2019.

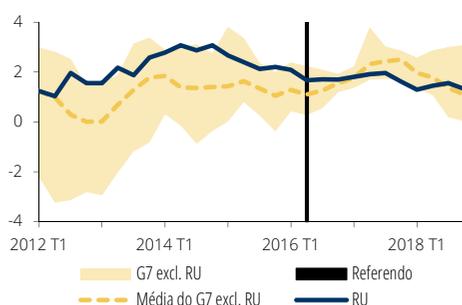
5. Caixa 2.1 – “O impacto económico da saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*)”, *Boletim Económico*, outubro de 2016

6. No final de 2018, o Tribunal de Justiça da União Europeia considerou que seria possível uma revogação unilateral da notificação de intenção de abandonar a União Europeia por parte do Reino Unido

Unido de uma união política e económica como a União Europeia. No entanto, vários estudos<sup>7</sup> têm apresentado diversos cenários com o intuito de ilustrar os efeitos económicos de diferentes relações económicas futuras entre o Reino Unido e a União Europeia. Os resultados sugerem, de forma praticamente consensual, que a saída terá um impacto negativo sobre a economia britânica e, em menor escala, sobre as economias da área do euro. Os efeitos negativos apresentados nestes estudos são tanto mais severos quanto menos próxima é a relação económica futura e quanto mais abrupta é a transição, sendo a saída súbita e sem acordo o mais grave dos cenários considerados. As consequências para a área do euro estarão associados principalmente, mas não exclusivamente, às alterações nas condições de comércio de bens e serviços, uma vez que o Reino Unido é um dos seus parceiros mais importantes (representando sensivelmente 13% e 19% das exportações de bens e serviços, respetivamente). No caso de uma transição abrupta, os países da área do euro (incluindo Portugal) poderão enfrentar um impacto adicional, relacionado com um choque financeiro e de confiança. De entre os países da área do euro, Portugal não deverá ser um dos mais afetados apesar de ter no Reino Unido o parceiro comercial mais importante fora da união monetária cerca de (7% e 15% do total de exportações de bens e serviços, respetivamente).

Independentemente do resultado das negociações e da relação económica que se venha a estabelecer no futuro, o processo de saída já produziu efeitos na economia britânica por via da depreciação cambial após o referendo e, mais recentemente, por via do aumento de incerteza e da diminuição da confiança dos agentes económicos. Em comparação com outras economias avançadas, crescimento da atividade económica do Reino Unido foi mais moderado após o referendo (Gráfico C1.3). O aumento da inflação resultante da depreciação da libra esterlina após o referendo (Gráfico C1.4) refletiu-se negativamente no rendimento real.

**Gráfico C1.3 • Crescimento do PIB – Comparação com o G7 | Taxa de variação homóloga**



Fontes: OCDE e Refinitiv. | Nota: Países do G7 excluindo o Reino Unido incluem Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália e Japão.

**Gráfico C1.4 • Inflação e taxa de câmbio | Taxa de variação homóloga, 2010 = 100**

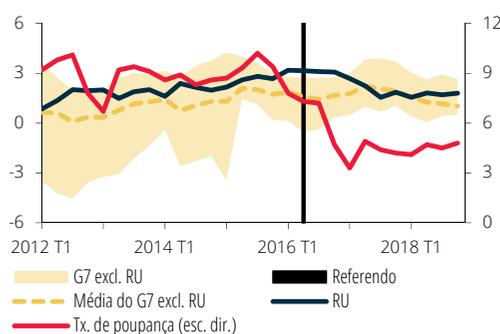


Fontes: BIS e Banco de Inglaterra. | Nota: Taxa de câmbio nominal efetiva calculada com base num cabaz alargado de divisas (de 61 economias).

7. FMI (2018) "Euro area policies – Selected Issues: Long-term impact of the *Brexit* on the EU", *NIESR* (2018) "The Economic effects of the Government's proposed *Brexit* deal", HM Government (2018) "EU Exit Long-term economic analysis", CEP e The UK in a Changing Europe (2018) "The economic consequences of the *Brexit* deal" e Banco de Inglaterra (2018) "EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability – a response to the House of Commons Treasury Committee".

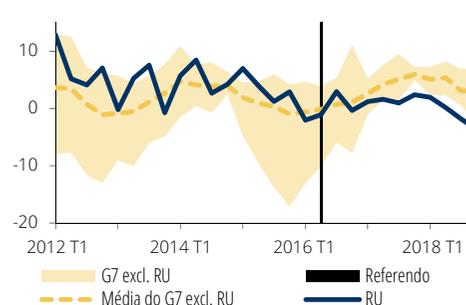
No entanto, a redução da taxa de poupança das famílias (Gráfico C1.5) permitiu a manutenção de um crescimento resiliente do consumo privado. Ao mesmo tempo, a depreciação cambial potenciou uma aceleração temporária das exportações, atenuando o abrandamento do PIB em 2017. Num contexto de condições financeiras favoráveis e expansão económica a nível mundial, o ritmo de crescimento do investimento empresarial no Reino Unido tem sido inferior ao de outras economias avançadas (G7), especialmente durante 2018, para o que terá contribuído a incerteza associada ao processo de saída da União Europeia (Gráfico C1.6).

**Gráfico C1.5 • Consumo privado – Comparação com o G7 e Taxa de poupança no Reino Unido**  
| Taxa de variação homóloga e percentagem do rendimento disponível



Fontes: Office for National Statistics e Refinitiv. | Nota: Países do G7 excluindo o Reino Unido incluem Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália e Japão.

**Gráfico C1.6 • Investimento empresarial – Comparação com o G7**  
| Taxa de variação homóloga



Fonte: Refinitiv. | Nota: Países do G7 excluindo o Reino Unido incluem Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália e Japão.

## 3 Condições monetárias e financeiras

### 3.1 Área do euro

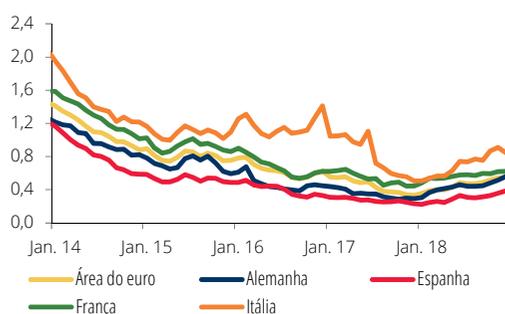
⋮ BCE terminou as compras líquidas no âmbito do APP no final de 2018,  
⋮ mas manteve compromisso de política monetária acomodatória

Dado o progresso registado no processo de convergência para um ajustamento sustentado da inflação, o BCE reduziu, no decurso de 2018, o ritmo de compras líquidas mensais ao abrigo do programa alargado de compra de ativos (Extended asset purchase programme – APP), de 60 mil milhões de euros em dezembro de 2017 para 30 mil milhões de euros a partir de janeiro e para 15 mil milhões de euros a partir de setembro. Na reunião de dezembro, o BCE terminou o período de compras líquidas do APP, determinando que iria continuar a reinvestir integralmente os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP, durante um período prolongado após a data em que começará a aumentar as taxas de juro diretoras e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

⋮ Condições monetárias e financeiras ainda favoráveis na área do euro

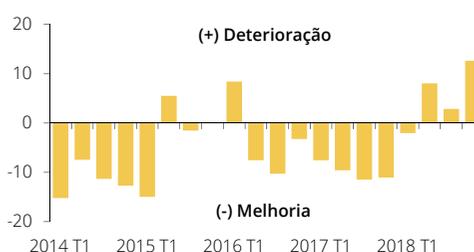
Ao longo de 2018, as taxas de juro do mercado monetário mantiveram-se em níveis reduzidos e as condições monetárias acomodatórias. No entanto, os custos de financiamento dos bancos foram aumentando no decurso do ano, especialmente em Itália, refletindo um incremento nas taxas de juro das obrigações dos bancos, que não obstante permaneceram em níveis historicamente reduzidos (Gráfico I.3.1). Esta evolução é corroborada pelo Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, no qual estes reportaram uma deterioração do financiamento em mercado através da emissão de obrigações (Gráfico I.3.2).

**Gráfico I.3.1 • Custos de financiamento dos bancos | Percentagem**



Fonte: BCE. | Nota: Custos de financiamento são medidos com as taxas de juro dos novos depósitos (ponderadas pelos saldos) e as taxas de rentabilidade implícita nas obrigações emitidas pelos bancos (obrigações de elevada notação de crédito e obrigações de risco).

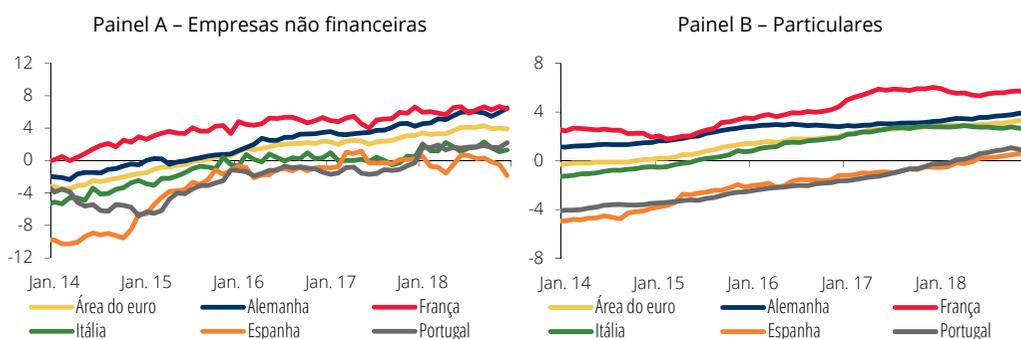
**Gráfico I.3.2 • Acesso ao financiamento em mercado de obrigações de médio e longo prazo | Índice de difusão**



Fonte: BCE. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito e é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de "deterioração" e a soma ponderada da percentagem das respostas de "melhoria". Os ponderadores são definidos de acordo com a intensidade da alteração em cada um dos sentidos: se "considerável" é 1 e se "ligeiro" é 0.5. O índice de difusão varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem uma deterioração (melhoria) das condições de financiamento. O valor zero corresponde à situação "sem alterações". O índice para a área do euro é calculado com base no peso dos saldos dos empréstimos de cada país.

Ao longo de 2018 o montante dos empréstimos bancários às empresas não financeiras e particulares continuou a recuperar, embora gradualmente, situando-se a taxa de variação anual em 3,9% para as empresas não financeiras e 3,2% para os particulares no final de 2018 (3,1% e 2,9%, respetivamente, em 2017) (Gráfico I.3.3, Painéis A e B). De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a procura manteve-se dinâmica. As taxas de juro baixas foram a principal razão apontada para impulsionar a procura em todos os segmentos (empresas e particulares para habitação e consumo), destacando-se ainda, no caso das empresas, as necessidades de financiamento do investimento e, no caso dos particulares, as perspectivas favoráveis do mercado de habitação e as despesas de consumo relativas a bens duradouros.

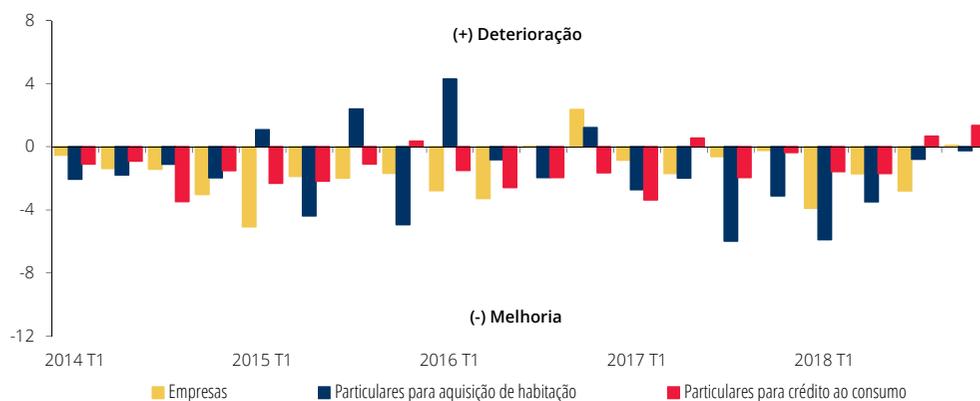
**Gráfico I.3.3 • Empréstimos em países da área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fonte: BCE. | Nota: As taxas de variação anual são calculadas com base em saldos corrigidos de reclassificações, vendas e outras variações que não sejam devidas a transações financeiras.

A evolução dos empréstimos permaneceu heterogénea entre países da área do euro, sendo de referir em particular um aumento na dispersão no crescimento dos empréstimos às empresas. Os bancos indicaram que os critérios de concessão de crédito se tornaram menos restritivos até ao terceiro trimestre de 2018 para as empresas e para os particulares, no caso do crédito à habitação. No caso do crédito ao consumo verificou-se também uma menor restritividade no primeiro semestre, situação que se inverteu no segundo (Gráfico I.3.4). No que se refere aos termos e condições, no caso dos empréstimos de risco médio concedidos às empresas e particulares continuou a verificar-se uma compressão dos diferenciais, em menor escala no segundo semestre.

**Gráfico I.3.4 • Condições de concessão de crédito | Índice de difusão**



Fonte: BCE. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito e é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de "maior restritividade" e a soma ponderada da percentagem das respostas de "menor restritividade". Os ponderadores são definidos de acordo com a intensidade da alteração em cada um dos sentidos: se "considerável" é 1 e se "ligeira" é 0.5. O índice de difusão varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem critérios de concessão do crédito mais (menos) restritivos. O valor zero corresponde à situação "sem alterações". O índice para a área do euro é definido com base no peso dos saldos dos empréstimos de cada país.

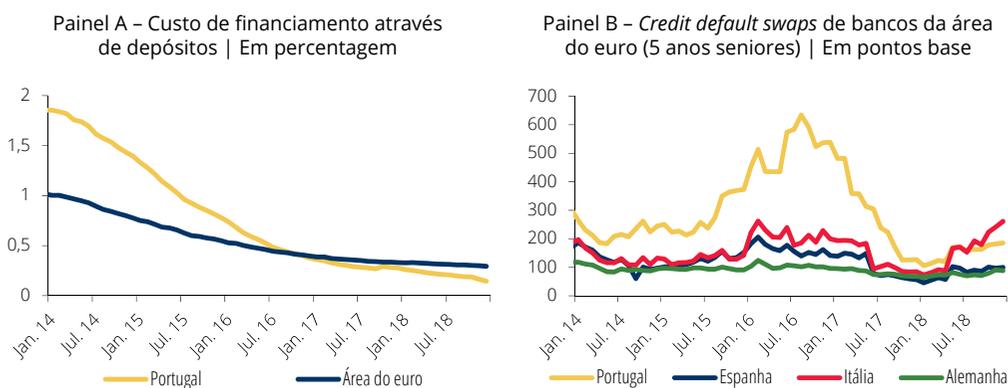
Contudo, nos empréstimos de maior risco, às empresas e no segmento do crédito ao consumo, os bancos deixaram mesmo de reduzir as margens. As pressões exercidas por parte da concorrência continuam a ser preponderantes nos critérios de promoção do crédito às empresas e a particulares, mas a tolerância ao risco por parte dos bancos foi diminuindo tornando-se um fator de restritividade no último trimestre.

## 3.2 Portugal

As condições de financiamento dos bancos residentes melhoraram em 2018, ainda que se tenham observado alguns sinais de deterioração nos mercados de dívida por grosso ao longo do ano

As condições de financiamento dos bancos portugueses melhoraram em 2018 em resultado, sobretudo, da diminuição do custo de financiamento através de depósitos (Gráfico I.3.5, painel A). Adicionalmente, os bancos portugueses têm beneficiado da política monetária implementada ao longo dos últimos anos pelo BCE, a qual lhes permitiu aceder a um conjunto de financiamentos de longo prazo a taxas particularmente baixas. Em sentido contrário, e em linha com o observado em outros países da área do euro, registou-se ao longo de 2018 uma deterioração nas condições de financiamento através de títulos de dívida de longo prazo. Em particular, os *spreads* associados aos *credit default swaps* dos bancos portugueses aumentaram, interrompendo a tendência descendente observada em 2016 e 2017 (Gráfico I.3.5, painel B). Em linha com a evolução dos custos de financiamento em depósitos e dos *credit default swaps*, os bancos inquiridos no âmbito do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* referem melhorias no financiamento a retalho e uma deterioração das condições de financiamento em mercado através de obrigações (Gráfico I.3.6). A deterioração das condições de financiamento dos bancos em mercado é particularmente relevante no atual contexto, em que os bancos poderão precisar de se financiar junto deste, de forma a cumprir os novos requisitos regulamentares.<sup>8</sup>

**Gráfico I.3.5 • Condições de financiamento dos bancos residentes**

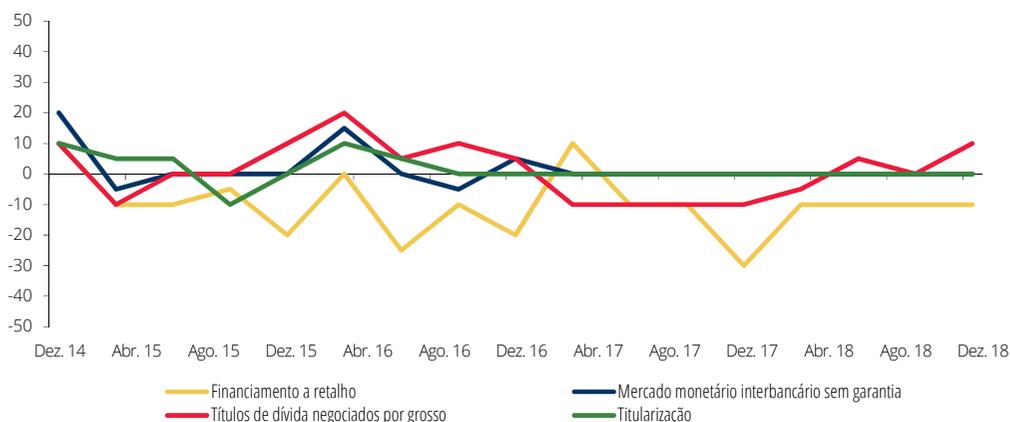


Fonte: BCE. | Notas: O custo de financiamento em depósitos é calculado como a média ponderada da taxa de juro associada às várias modalidades de depósito de particulares e empresas e os respetivos saldos em dívida. Considera-se a taxa de juro associada ao *stock* de depósitos junto da instituição.

Fonte: Refinitiv. | Notas: Os valores apresentados correspondem a uma média simples dos prémios dos *credit default swaps* por país. O número de bancos considerados varia de país para país. Valores em final de mês.

8. Ver Tema em destaque "Revisão da CRD IV-CRR: o que há de novo" do *Relatório de Estabilidade Financeira* de dezembro de 2018.

**Gráfico I.3.6 • Alterações nas condições de financiamento dos bancos residentes**  
| Índice de difusão



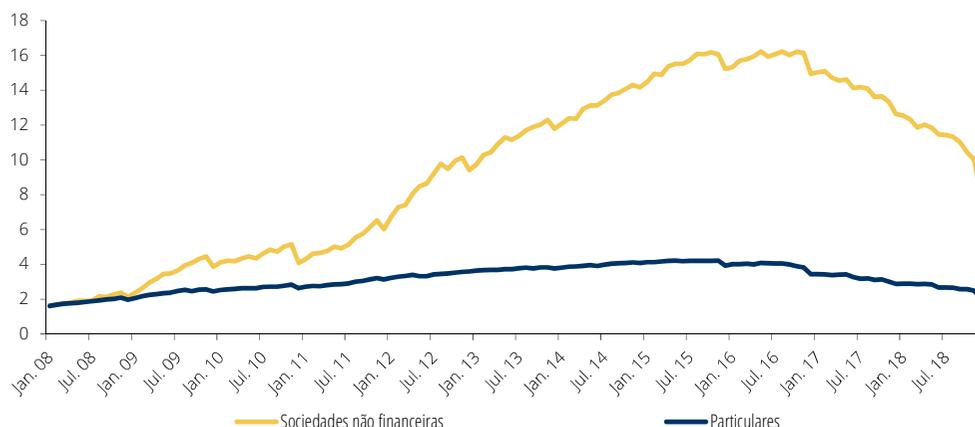
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* e é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de “deterioração” e a soma ponderada da percentagem das respostas de “melhoria”. Os ponderadores são definidos de acordo com a intensidade da alteração em cada um dos sentidos: se “considerável” é 1 e se “ligeiro” é 0.5. O índice de difusão varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem uma deterioração (melhoria) das condições de financiamento nos três meses anteriores. O valor zero corresponde à situação “sem alterações”. O índice de difusão do “financiamento a retalho” corresponde a uma média simples dos índices de difusão de “depósitos de curto prazo (até 1 ano)” e de “depósitos de longo prazo (superiores a 1 ano)” e outros instrumentos de financiamento a retalho”; o índice de difusão do “mercado monetário interbancário sem garantia” corresponde a uma média simples dos índices de difusão de “mercado monetário de muito curto prazo (até 1 semana)” e de “mercado monetário de curto prazo (mais de 1 semana)”; o índice de difusão dos “títulos de dívida negociados por grosso” corresponde a uma média simples dos índices de difusão de “títulos de dívida de curto prazo (por exemplo, certificados de depósito ou papel comercial)” e de “títulos de dívida de médio a longo prazo (incluindo obrigações cobertas)”; o índice de difusão de “titularização” corresponde a uma média simples dos índices de difusão de “titularização de empréstimos a empresas” e de “titularização de empréstimos para aquisição de habitação”.

A deterioração nas condições de financiamento dos bancos através de títulos de dívida estará relacionada, sobretudo, com o aumento do nível de incerteza em relação às políticas adotadas em alguns países da área do euro, nomeadamente em Itália, e não com a evolução da respetiva situação económico-financeira, a qual terá continuado a melhorar em 2018.<sup>9</sup> Em dezembro de 2018, o rácio de crédito vencido a particulares e a empresas situou-se, respetivamente, em 2,1 e 8,1% (Gráfico I.3.7). Os valores observados no final de 2018 estão em linha com os registados em meados de 2008, no caso dos particulares, e no primeiro trimestre de 2012, no caso das empresas.

A melhoria da qualidade da carteira de empréstimos a empresas dos bancos residentes em Portugal é visível também na perda esperada média dos empréstimos a sociedades não financeiras em carteira, a qual diminuiu aproximadamente 1,8 pp desde o valor máximo da série observado no final de 2013 (Gráfico I.3.8, painel A). A diminuição da perda esperada média estará relacionada sobretudo com a fase atual do ciclo económico. Não obstante, quando se analisa a carteira de empréstimos a empresas por quartil de risco, o que permite expurgar o efeito da fase do ciclo económico na qualidade creditícia, é visível que os bancos têm procurado orientar a sua carteira de crédito no sentido de empresas com menos risco (Gráfico I.3.8, painel B).

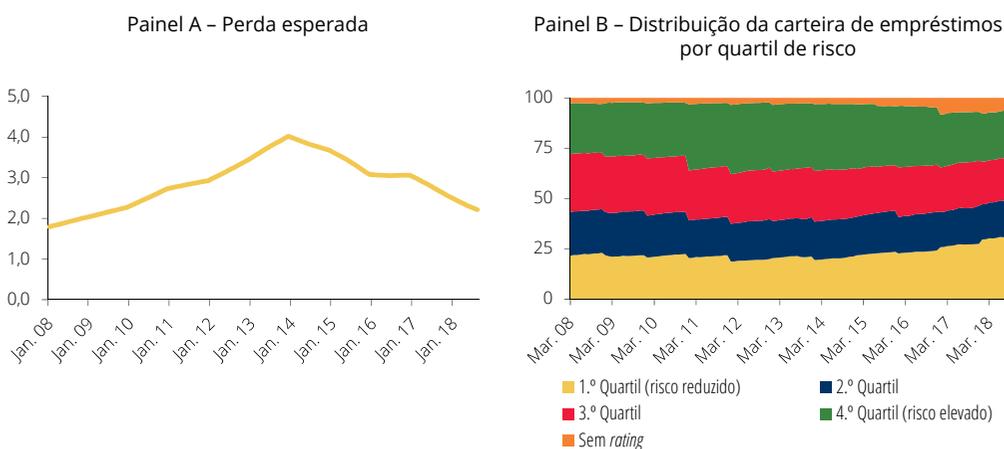
9. Para mais informação, ver *Relatório de Estabilidade Financeira* de Dezembro de 2018.

**Gráfico I.3.7 • Rácio de crédito vencido | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O rácio de crédito vencido é definido como o total de empréstimos vencidos há mais de 30 dias em percentagem do saldo dos empréstimos ajustados de titularização. Este rácio é obtido a partir das Estatísticas Monetárias e Financeiras, compiladas pelo Banco de Portugal.

**Gráfico I.3.8 • Perda esperada e distribuição da carteira de empréstimos a sociedades não financeiras por quartil de risco | Em percentagem**



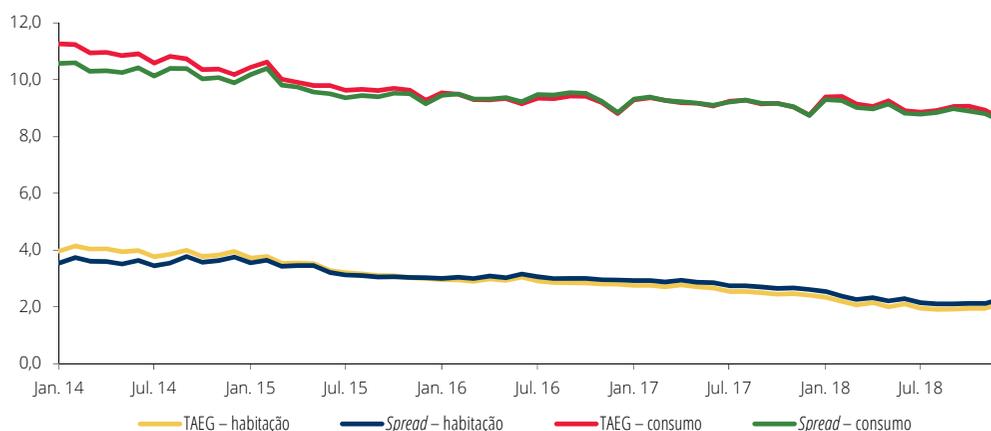
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A perda esperada é calculada como o somatório do produto entre a exposição do sistema bancário a cada empresa, a sua probabilidade de incumprimento e a perda dado o incumprimento. Não são considerados os empréstimos para os quais não se dispõem de informação contabilística suficiente para estimar uma probabilidade de incumprimento (empréstimos sem rating). Consideraram-se apenas empréstimos em situação regular a cada momento. A probabilidade de incumprimento é estimada com base na 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. Considerou-se uma percentagem de perda dado o incumprimento de 40%. Os quartis de risco de crédito são definidos utilizando a probabilidade de incumprimento da empresa a cada momento no tempo. Última observação: Agosto de 2018.

## ∴ As taxas de juro dos novos empréstimos a particulares diminuíram

As taxas de juro dos novos empréstimos bancários a particulares diminuíram em 2018 (Gráfico I.3.9). A taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) nos empréstimos para aquisição de habitação e nos empréstimos para consumo registou em agosto e dezembro de 2018, respetivamente, o valor mínimo das séries com início em 2003 (1,9% e 8,6%). A diminuição da taxa de juro foi mais pronunciada no caso dos empréstimos para aquisição de habitação do que nos empréstimos para consumo e ficou a dever-se sobretudo a uma redução dos *spreads* aplicados pelos bancos, na medida em que as taxas

de juro interbancárias que servem de indexante se mantiveram estáveis. No caso dos empréstimos para aquisição de habitação, o *spread* médio observado em 2018 foi de 2,2% (2,8% em 2017), um valor próximo do observado em 2010. No caso dos empréstimos para consumo, o *spread* médio observado em 2018 foi de 9,0% (9,2% em 2017), um valor em linha com a média histórica. A diminuição observada nos *spreads* no caso dos empréstimos para aquisição de habitação está de acordo com as respostas dadas pelos bancos no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, os quais reportaram uma diminuição do *spread* aplicado tanto nos empréstimos de risco médio como nos de risco elevado. A diminuição do *spread* estará relacionado sobretudo com a pressão da concorrência.

**Gráfico I.3.9 • Taxas de juro de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Em percentagem e pontos percentuais**



Fontes: Refinitiv e Banco de Portugal. | Notas: A taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) representa o custo total do crédito para o consumidor, i.e., todos os custos, incluindo juros e outros encargos que o consumidor tem de pagar pelo crédito. O *spread* apresentado é uma média ponderada da diferença entre a taxa de juro anual e a taxa de juro que serve de referência para os períodos de fixação das taxas. As taxas de juro utilizadas como referência são a Euribor a 6 meses (prazos de fixação inferior a 1 ano), a Euribor a 1 ano (prazos de fixação entre 1 e 5 anos) e a *swap rate* a 5 anos (prazos de fixação superior a 5 anos).

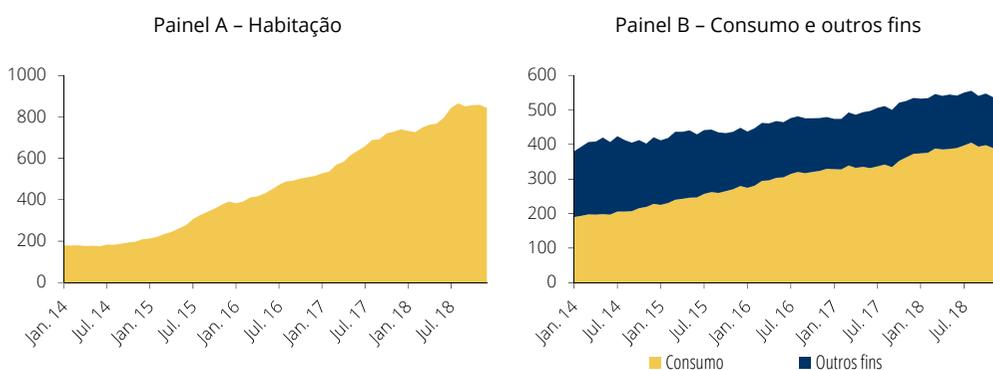
## Os novos empréstimos bancários a particulares estabilizaram no segundo semestre de 2018, após vários anos de crescimento

O montante de novos empréstimos bancários a particulares para aquisição de habitação estabilizou no segundo semestre de 2018, após um primeiro semestre de forte crescimento (Gráfico I.3.10, painel A). Esta estabilização ocorre após vários anos de crescimento contínuo. O montante observado no segundo semestre de 2018 encontra-se relativamente próximo da média histórica observada desde 2003 e significativamente abaixo do observado no período que antecedeu a crise financeira internacional. O montante de novos empréstimos bancários a particulares para consumo e outros fins permaneceu estável ao longo de 2018 (Gráfico I.3.10, painel B). Esta estabilização é visível tanto nos empréstimos para consumo como nos empréstimos para outros fins. Ao contrário do que acontece nos empréstimos para aquisição de habitação, os novos empréstimos para consumo encontram-se em valores ligeiramente acima dos observados no período que antecedeu a crise financeira. Em situação oposta, os novos empréstimos a particulares para outros fins estabilizaram em valores historicamente muito baixos.

Segundo o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, observou-se em 2018 um forte aumento da procura por empréstimos por parte de particulares (Gráfico I.3.11). O aumento da procura foi acompanhado a partir do segundo semestre por uma maior restritividade nos critérios de concessão

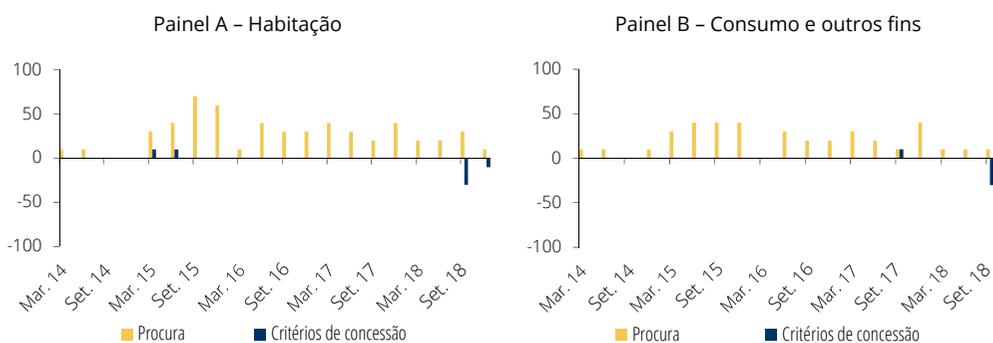
de crédito, a qual segundo os bancos inquiridos está relacionada com medidas regulamentares e/ou prudenciais.<sup>10</sup> A maior restritividade na concessão de crédito ter-se-á traduzido em termos e condições gerais mais gravosas, rácios mais baixos entre o valor do empréstimo e o valor da garantia e maturidades inferiores. No caso dos empréstimos para aquisição de habitação, o aumento da procura é justificado com as perspetivas do mercado de habitação, incluindo a evolução esperada dos preços, a melhoria da confiança dos consumidores e o nível geral das taxas de juro. Os bancos inquiridos assinalaram nos dois últimos inquéritos que esperam que a procura diminua nos próximos meses. No segmento de empréstimos para consumo, os bancos referem que a contribuir para o aumento da procura estará, para além de melhorias ao nível da confiança dos consumidores e das taxas de juro, o aumento das despesas de consumo relativas a bens duradouros.

**Gráfico I.3.10 • Montante de novos empréstimos bancários a particulares | Em milhões de euros (média móvel de 6 meses)**



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico I.3.11 • Procura e oferta de empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Índice de difusão**

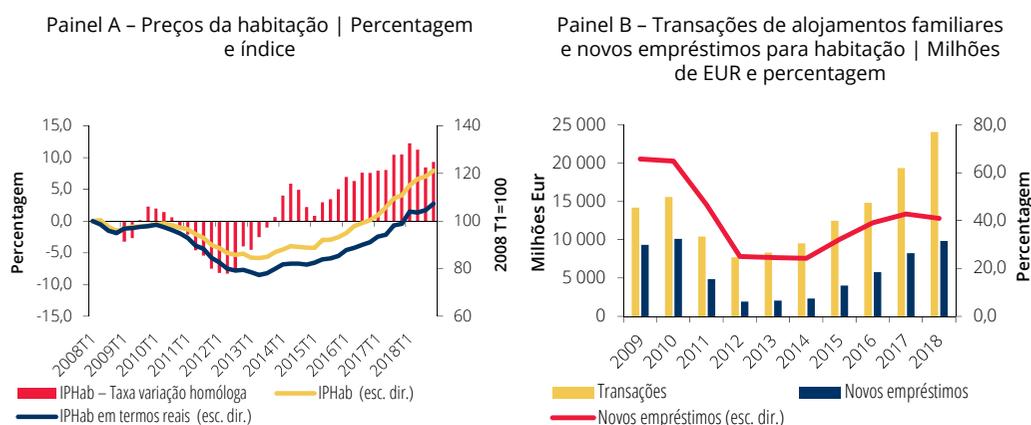


Fonte: Banco de Portugal | Notas: O índice de difusão é calculado com base no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito. No caso da procura, o índice de difusão é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de “aumento” e a soma ponderada da percentagem das respostas de “diminuição”. No caso da oferta (critérios de concessão), o índice de difusão é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de “menor restritividade” e a soma ponderada da percentagem das respostas de “maior restritividade”. Os ponderadores são definidos de acordo com a intensidade da alteração em cada um dos sentidos: se “considerável” é 1 e se “ligeiro” é 0.5. O índice de difusão varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem um aumento (redução) da procura e uma menor (maior) restritividade dos critérios de concessão de crédito. O valor zero corresponde à situação “sem alterações”.

10. A este respeito, note-se que o Banco de Portugal decidiu aplicar a partir de 1 de Julho de 2018 uma medida macroprudencial, sob a forma de recomendação, com vista a garantir que as instituições de crédito e as sociedades financeiras não assumam riscos excessivos na concessão de novo crédito e que os mutuários tenham acesso a financiamento sustentável.

O crescimento dos novos empréstimos para aquisição de habitação observado até ao primeiro semestre de 2018 ocorreu num contexto de forte dinamismo no mercado imobiliário. Esse dinamismo é patente tanto na evolução dos preços, os quais registaram uma taxa de variação homóloga de 8,5% em termos reais em dezembro de 2018 (Gráfico I.3.12, painel A), como no volume de transações, que cresceu 24% (Gráfico I.3.12, painel B). O aumento dos preços foi no entanto menos pronunciado na segunda metade do ano, com a taxa de variação homóloga a passar de 11,2% para 9,3% entre o segundo e o quarto trimestre de 2018. O rácio entre os novos empréstimos para aquisição de habitação e o montante total das transações de alojamentos familiares em Portugal diminuiu 2 pp face a 2017, situando-se no final de 2018 em 41%. O nível atual deste rácio é significativamente inferior ao observado antes de 2011.

**Gráfico I.3.12 • Preços e volume de transações no mercado da habitação**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Os preços da habitação são medidos pelo Índice de Preços da Habitação (IPHab). O preço em termos reais corresponde ao rácio entre o IPHab e o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC).

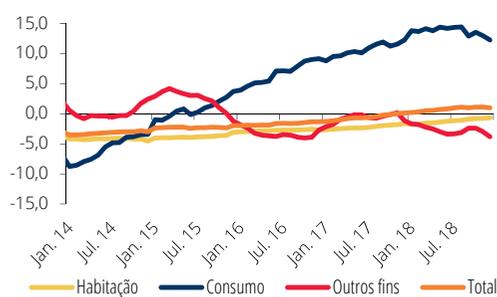
## ... A dívida dos particulares continuou a reduzir-se em percentagem do rendimento disponível, ainda que a um ritmo menos acentuado

A taxa de variação anual do crédito total a particulares estabilizou no final de 2018 em torno de 1,0% (Gráfico I.3.13, painel A). A contribuir para o crescimento do crédito total estiveram sobretudo os empréstimos para consumo, os quais registaram uma taxa de variação anual de 12,3% em dezembro de 2018 (Gráfico I.3.13, painel B). Em sentido contrário, os empréstimos a particulares para aquisição de habitação registaram uma taxa de variação de -0,7%, em resultado de um elevado volume de reembolsos, à semelhança do ocorrido em 2017 (ver Caixa 2 do *Boletim Económico* de Maio de 2018). Note-se que enquanto a taxa de variação anual dos empréstimos para aquisição de habitação permanece numa tendência de crescimento, no caso dos empréstimos para consumo observa-se uma ligeira redução da taxa de variação. Esta evolução estará relacionada sobretudo com o facto dos novos empréstimos para consumo se encontrarem estáveis desde o final de 2017, enquanto os novos empréstimos a particulares para habitação só começaram a estabilizar no segundo semestre de 2018.

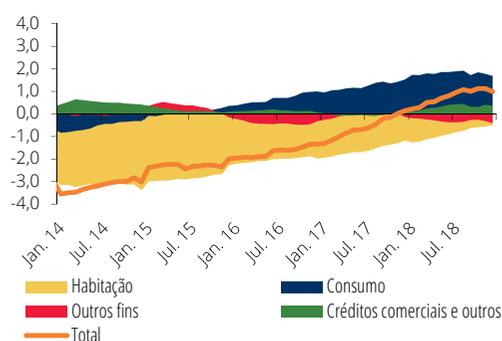
Não obstante a taxa de variação anual do crédito total ter registado valores positivos pela primeira vez desde o primeiro trimestre de 2011, a dívida dos particulares em percentagem do rendimento disponível continuou a diminuir, aproximando-se da média da área do euro (Gráfico I.3.14). Este indicador encontra-se no entanto a diminuir de forma progressivamente menos acentuada.

### Gráfico I.3.13 • Crédito total a particulares

Painel A – Taxa de variação anual, em percentagem

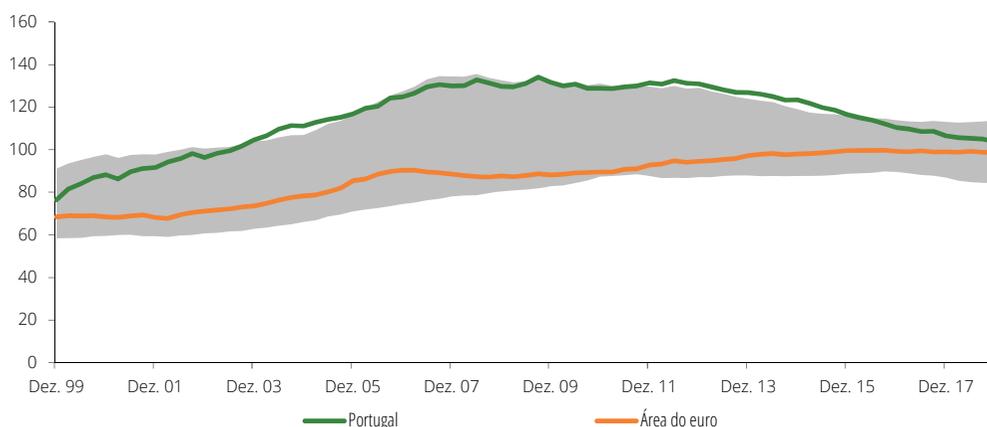


Painel B – Contributos para a taxa de variação anual por finalidade, em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As taxas de variação anual do crédito 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.

### Gráfico I.3.14 • Dívida dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O agregado da dívida engloba empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais (valores não consolidados). O valor do rendimento disponível corresponde ao valor do ano terminado no respetivo trimestre. Os valores para a área do euro correspondem à mediana dos 12 países integrantes da área do euro em 1 de Janeiro de 2002 com exceção do Luxemburgo. A área a sombreado representa o intervalo interquartil.

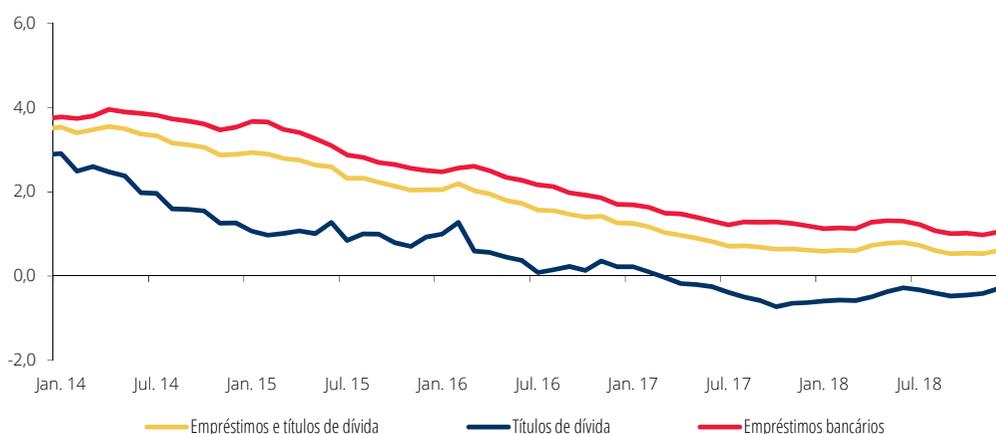
Uma forma alternativa de analisar a evolução da situação financeira das famílias é medir a sua capacidade para cumprir o serviço da dívida. O valor agregado das prestações inerentes ao pagamento dos créditos contraídos pelos particulares, que inclui o pagamento de juros e amortizações do saldo em dívida, cresceu de forma ligeiramente mais acentuada do que a dívida. Em resultado, e ao contrário do rácio entre a dívida e o rendimento disponível, observou-se uma estabilização do rácio entre o valor agregado das prestações para pagamento da dívida e o rendimento disponível. A contribuir para o aumento do valor global das prestações estiveram, sobretudo, as prestações relativas ao crédito para consumo. Note-se que as prestações relativas ao crédito para consumo, pelo facto de estarem associadas a maturidades mais reduzidas, são mais afetadas pelo aumento do *stock* de dívida do que as prestações relativas a empréstimos para aquisição de habitação. A justificar o aumento das prestações associadas ao crédito para consumo esteve tanto o número de prestações como a prestação

média. O valor agregado das prestações associadas a créditos para aquisição de habitação manteve-se relativamente estável. Ainda assim, em linha com o registado desde 2011, observou-se uma diminuição do número de prestações, compensada em 2018 por um aumento do valor médio da prestação.

## ∴ O custo de financiamento das empresas estabilizou

O custo de financiamento das empresas não financeiras em instrumentos de dívida, avaliado em termos reais, manteve-se estável em níveis historicamente baixos ao longo de 2018 (Gráfico I.3.15). Esta estabilização ocorreu após vários anos de diminuição. Apesar de em termos agregados o custo real de financiamento das empresas se ter mantido relativamente estável, o custo de financiamento através de títulos de dívida aumentou ligeiramente em 2018, o que contrariou a ligeira redução observada no custo de financiamento real através de empréstimos.

**Gráfico I.3.15 • Custo de financiamento das empresas não financeiras (empréstimos e títulos de dívida) em termos reais | Em percentagem**

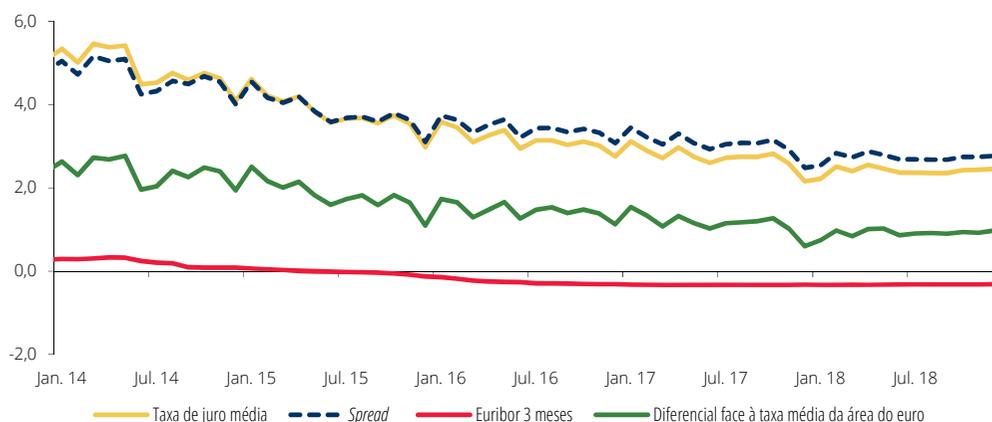


Fontes: Banco de Portugal, Barclays, Consensus Economics e Refinitiv. | Notas: O custo de financiamento com empréstimos bancários, com títulos de curto prazo e com títulos de longo prazo são medidos, respetivamente, com as taxas de juro dos saldos de empréstimos às empresas concedidos por bancos residentes, as taxas de juro do papel comercial e a taxa de rentabilidade implícita no índice do Barclays para as obrigações emitidas por empresas portuguesas. No cálculo dos custos em termos reais utilizaram-se as expetativas de inflação do Consensus Economics para os horizontes compatíveis com o prazo dos diferentes instrumentos.

## ∴ As taxas de juro dos novos empréstimos a empresas estabilizaram após vários anos de diminuição

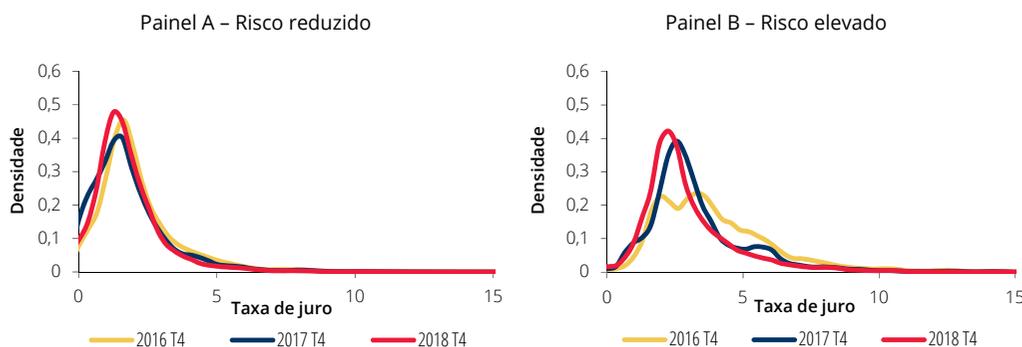
As taxas de juro nominais dos novos empréstimos bancários a empresas não financeiras permaneceram relativamente estáveis em torno de 2,4%, interrompendo a trajetória de redução iniciada no final de 2011 (Gráfico I.3.16). Não obstante a estabilização observada na taxa de juro média das novas operações, os bancos inquiridos no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* reportaram uma diminuição do *spread* aplicado às empresas de risco médio. Esta diminuição ter-se-á refletido numa menor dispersão das taxas de juro por perfil de risco (Gráfico I.3.17). Ainda assim, os diferenciais entre as taxas de juro médias em cada quartil de risco permaneceram estáveis em 2018, com os empréstimos pertencentes ao primeiro quartil a registarem uma taxa de juro significativamente inferior aos restantes (Caixa 2).

**Gráfico I.3.16 • Taxa de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras | Em percentagem e em pontos percentuais**



Fontes: BCE, Bloomberg e Banco de Portugal. | Notas: A taxa de juro média é calculada com base nas taxas de juro dos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo. Para o cálculo do *spread*, considera-se a Euribor a 3 meses.

**Gráfico I.3.17 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a empresas não financeiras privadas por perfil de risco | Densidade**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As taxas de juro são ponderadas pelos respetivos montantes de crédito. A amostra inclui empresas privadas com fins lucrativos. As empresas de risco reduzido (elevado) correspondem a empresas que se situam no primeiro (quarto) quartil 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.

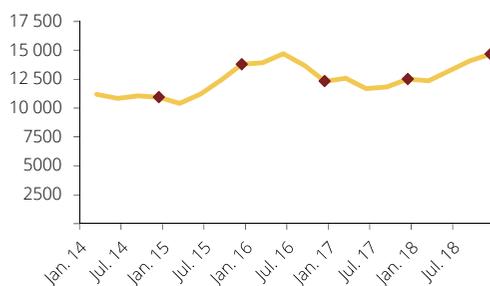
## ⋮ O novo crédito bancário a empresas cresceu

O novo crédito bancário (empréstimos e títulos) a empresas com prazo contratual superior a 1 ano cresceu significativamente em 2018 (Gráfico I.3.18). O crescimento do novo crédito bancário em 2018 ocorreu após uma estabilização em 2017. No mesmo sentido, a taxa de variação anual do crédito bancário registou um aumento expressivo, passando de -0,7% em dezembro de 2017 para 2,4% em dezembro de 2018 (Gráfico I.3.19).

Segundo o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, as empresas terão aumentado a sua procura por empréstimos, sobretudo, no caso dos empréstimos de longo prazo (Gráfico I.3.20). A maior procura observada neste caso estará associado sobretudo a um aumento das necessidades

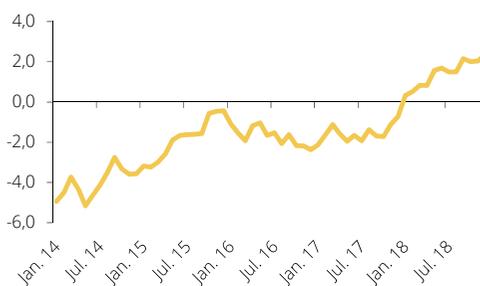
de crédito para o financiamento de investimento (Gráfico I.3.21). Do lado da oferta, os bancos inquiridos não assinalaram alterações ao nível dos critérios de concessão de crédito.

**Gráfico I.3.18 • Montante de novos créditos concedidos por bancos residentes a empresas com prazo contratual superior a 1 ano**  
| Em milhões de euros (acumulado de 12 meses)



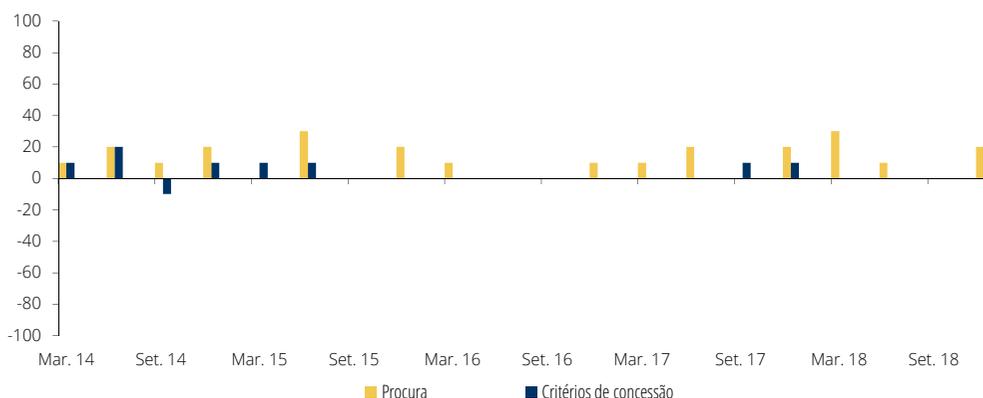
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O crédito bancário corresponde ao agregado de empréstimos e títulos na posse dos bancos. Apresentam-se apenas os novos créditos com prazo contratual maior ou igual a 365 dias de forma a mitigar o efeito do refinanciamento frequente dos créditos de maturidades mais curtas na contabilização dos novos créditos. A exclusão de empréstimos com prazos contratuais mais longos (entre 1 e 5 anos) não altera qualitativamente o perfil da série apresentada. Considera-se um novo título sempre que um determinado título passe a fazer parte do balanço do banco. Os losangos indicam o mês de dezembro de cada ano.

**Gráfico I.3.19 • Crédito bancário a empresas**  
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A taxa de variação anual do crédito bancário é calculado 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 I.3.20 • Procura e oferta de crédito por bancos residentes a empresas não financeiras**  
| Índice de difusão



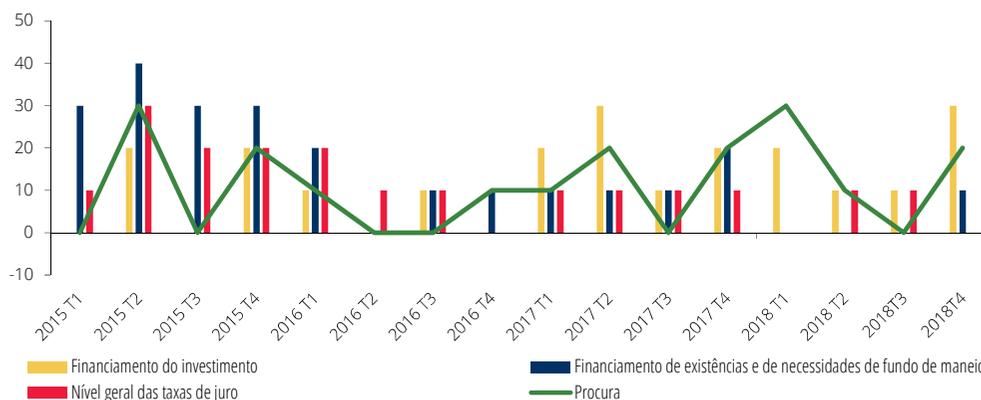
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*. No caso da procura, o índice de difusão é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de "aumento" e a soma ponderada da percentagem das respostas de "redução". No caso da oferta (critérios de concessão), o índice de difusão é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de "menor restritividade" e a soma ponderada da percentagem das respostas de "maior restritividade". Os ponderadores são definidos de acordo com a intensidade da alteração em cada um dos sentidos: se "considerável" é 1 e se "ligeiro" é 0.5. O índice de difusão varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem um aumento (diminuição) da procura e uma menor (maior) restritividade dos critérios de concessão de crédito. O valor zero corresponde à situação "sem alterações".

## ∴ O novo crédito bancário cresceu na maioria dos setores

O novo crédito bancário cresceu na maioria dos principais setores de atividade, com exceção da eletricidade, gás e água, setor em que se observou uma forte redução (Gráfico I.3.22). O crescimento do novo crédito bancário foi muito significativo no caso da construção e atividades imobiliárias

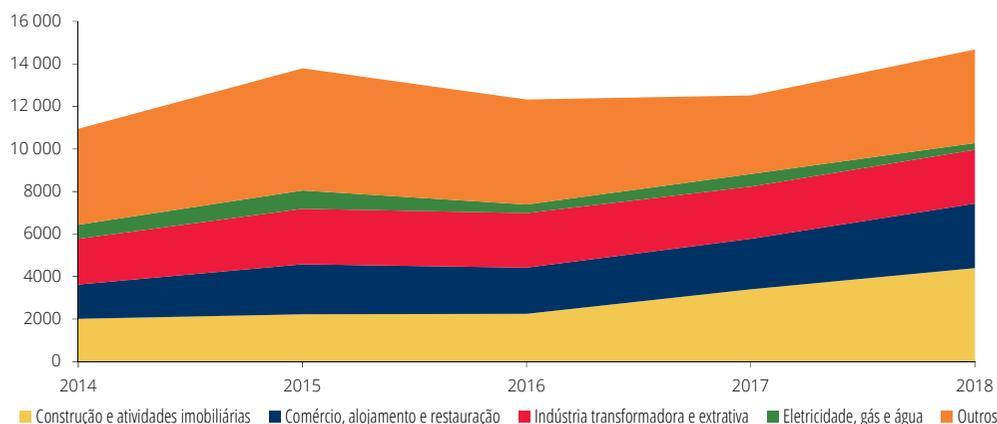
e do comércio, alojamento e restauração. Adicionalmente, observou-se um forte crescimento dos novos créditos bancários às sedes sociais.<sup>11</sup> O novo crédito à indústria transformadora e extrativa registou um crescimento ligeiro.

**Gráfico I.3.21 • Evolução e fatores determinantes da procura de empréstimos por parte de empresas não financeiras | Índice de difusão**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* e é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de “aumento” e a soma ponderada da percentagem das respostas de “diminuição”. Os ponderadores são definidos de acordo com a intensidade da alteração em cada um dos sentidos: se “considerável” é 1 e se “ligeiro” é 0.5. O índice de difusão varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem um aumento (diminuição) da procura ou uma contribuição positiva (negativa) para a variação da procura. O valor zero corresponde à situação “sem alterações”.

**Gráfico I.3.22 • Montante de novos créditos concedidos por bancos residentes a empresas com prazo contratual superior a 1 ano por setor de atividade | Em milhões de euros (acumulado de 12 meses)**

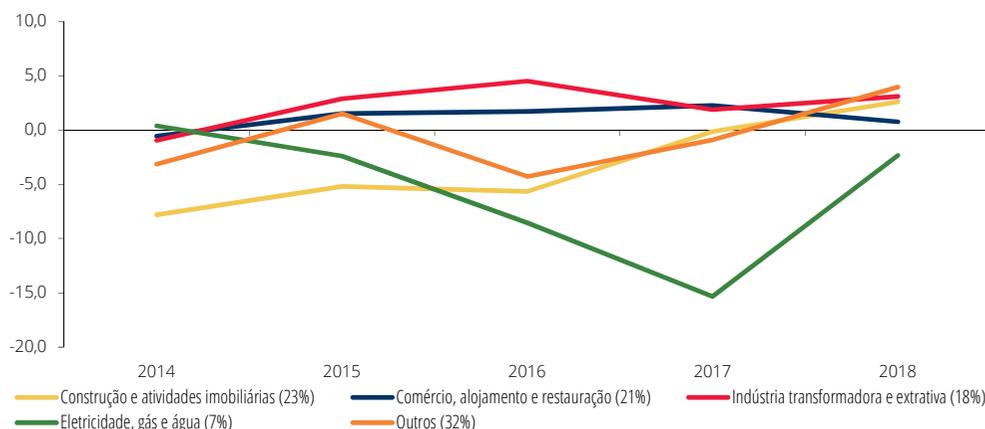


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O crédito bancário corresponde ao agregado de empréstimos e títulos na posse dos bancos. Apresentam-se apenas os novos créditos com prazo contratual maior ou igual a 365 dias de forma a mitigar o efeito do refinanciamento frequente dos créditos de maturidades mais curtas na contabilização dos novos créditos. Considera-se um novo título sempre que um determinado título passe a fazer parte do balanço do banco.

11. Considera-se uma sede social uma empresa cuja atividade principal compreenda a supervisão e gestão de unidades de um grupo económico em que a maior parte do valor acrescentado bruto advenha do setor não financeiro. Inclui-se nas atividades das sedes sociais o planeamento estratégico e organizativo, bem como a prestação de serviços de caráter administrativo às empresas do grupo. O setor das sedes sociais não inclui as sociedades gestoras de participações sociais cuja atividade principal seja a detenção de ações ou outras participações em empresas de um grupo económico, caso em que são classificadas como auxiliares financeiros e integradas no setor financeiro.

Em linha com a evolução dos novos créditos bancários, a maioria dos setores de atividade registou uma taxa de variação anual do crédito bancário positiva (Gráfico I.3.23). A exceção foi o setor da eletricidade, gás e água, o qual, à semelhança do observado nos últimos anos, voltou a registar uma taxa de variação negativa. Esta redução foi no entanto muito menos significativa do que a observada em 2017. Em sentido contrário, é de salientar que o setor da construção e atividades imobiliárias registou uma taxa de variação anual positiva pela primeira vez desde o primeiro trimestre de 2010.

**Gráfico I.3.23 • Crédito bancário a sociedades não financeiras por setor de atividade | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O crédito bancário corresponde ao agregado de empréstimos e títulos na posse dos bancos. As taxas de variação anual do crédito 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.

## ⋮ O novo crédito bancário aumentou sobretudo nas empresas de menor risco

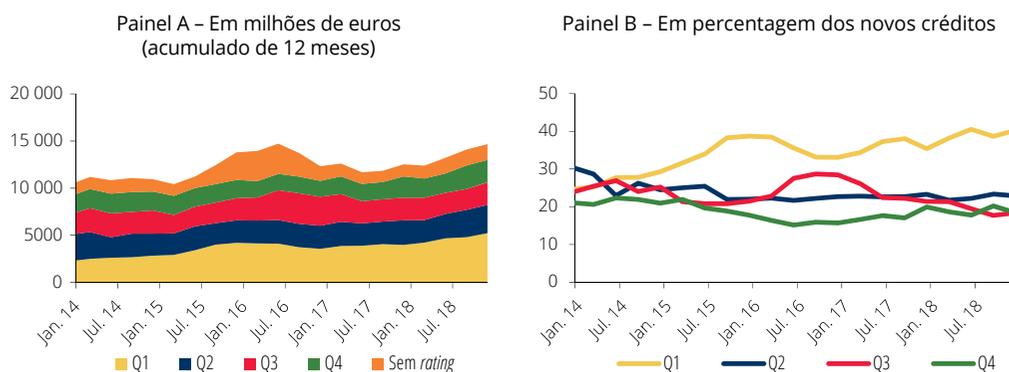
O novo crédito bancário às empresas manteve uma evolução diferenciada por quartil de risco (Gráfico I.3.24, painel A). Assim, enquanto os novos créditos bancários de menor risco registaram um crescimento muito significativo, sobretudo os pertencentes ao primeiro quartil de risco, os novos créditos com risco mais elevado registaram um crescimento pouco expressivo. Em resultado, e em linha com o observado nos últimos anos, registou-se um aumento do peso dos novos créditos com risco mais reduzido no total de novos créditos concedidos pelo sistema bancário (Gráfico I.3.24, painel B).

## ⋮ O stock de crédito total a sociedades não financeiras diminuiu ligeiramente

A evolução do *stock* de crédito concedido por um setor é determinado pela evolução das transações líquidas, isto é, a diferença entre novos empréstimos e reembolsos, bem como por eventos específicos como sejam o abatimento e a venda de créditos. A taxa de variação homóloga do *stock* de crédito total às sociedades não financeiras, que engloba o crédito bancário, o financiamento por empréstimos e títulos detidos por outras instituições financeiras residentes e os empréstimos, títulos e créditos comerciais de outros residentes e não residentes, situou-se em dezembro de 2018 em

-0,9% (0,7% no final de 2017) (Gráfico I.3.25). Esta diminuição do *stock* do crédito total às empresas ocorre num contexto em que os bancos residentes registaram um elevado valor de créditos abatidos ao ativo. Em linha com o observado nos últimos anos, os não residentes continuaram a aumentar o seu peso no financiamento das empresas, enquanto as instituições financeiras residentes e os outros residentes diminuíram a sua importância. Em 2018 observou-se no entanto uma diminuição do contributo positivo do setor não residente, bem como um menor contributo negativo do setor financeiro residente. A taxa de variação homóloga do crédito total concedido pelo setor não residente e pelo setor financeiro residente foi, respetivamente, de 2,4% e -1,6%.<sup>12</sup> A diminuição do *stock* de crédito na carteira das instituições financeiras residentes ocorre num contexto em que a taxa de variação anual do crédito bancário registou pela primeira vez valores positivos desde o primeiro semestre de 2011 (Gráfico I.3.19). Note-se que enquanto a taxa de variação homóloga é determinada pela variação dos *stocks* de crédito, a taxa de variação anual pretende medir a variação de *stocks* devida a transações líquidas, corrigindo para tal de um conjunto de efeitos como sejam a venda de carteiras de crédito e o abatimento de créditos. Estes efeitos foram particularmente relevantes em 2018, justificando a diferença expressiva entre estas duas medidas. Assim, e apesar dos bancos residentes terem continuado a diminuir a sua exposição às empresas, à semelhança do que ocorre desde 2010, em 2018 observou-se um fluxo de transações positivo pela primeira vez desde 2011.

**Gráfico I.3.24 • Novos créditos com prazo contratual superior a 1 ano concedidos por bancos residentes a empresas por classe de risco**



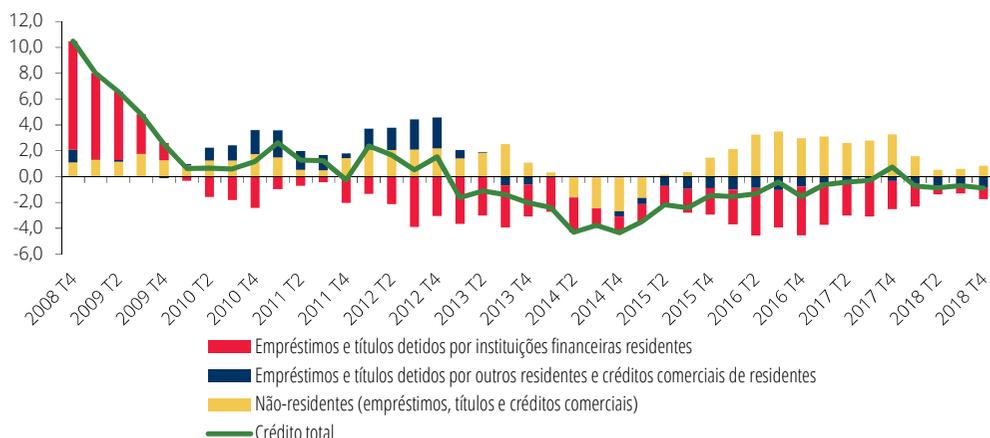
## ∴ O endividamento das empresas continuou a diminuir

À semelhança do observado desde 2012, o rácio entre a dívida e o ativo (rácio de alavancagem) das empresas portuguesas continuou a diminuir, situando-se no final de 2018 em aproximadamente 60% (Gráfico I.3.26, painel A). Esta diminuição ocorre num contexto de diminuição generalizada do rácio de alavancagem das empresas da área do euro. Ainda assim, o rácio de alavancagem das empresas portuguesas encontra-se a convergir para a média da área do euro desde

12. O setor bancário representa 78% do *stock* de crédito (empréstimos e títulos) concedido pelo setor financeiro residente. A taxa de variação homóloga do crédito bancário foi de -2,9% em dezembro de 2018.

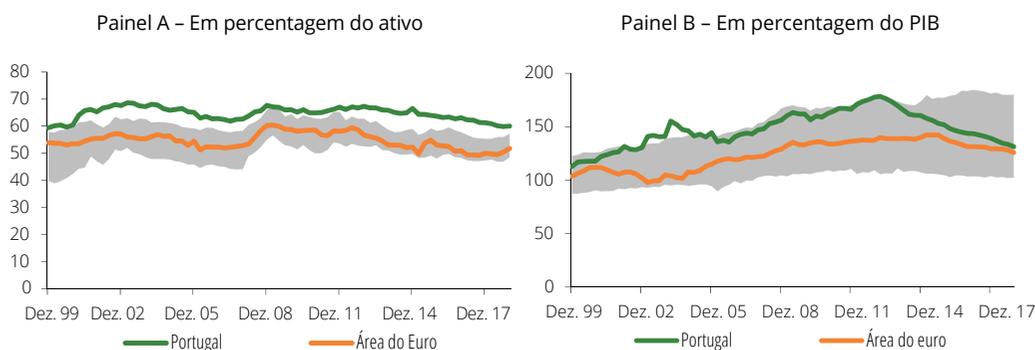
2015. Essa convergência tem ocorrido no entanto de forma bastante gradual, com as empresas portuguesas a permanecerem significativamente mais alavancadas do que a mediana.<sup>13</sup> A redução muito gradual do nível de endividamento das empresas, medida através do rácio de alavancagem, contrasta com a evolução do rácio entre dívida e PIB, o qual tem diminuído de forma bastante significativa, situando-se no final de 2018 em valores muito próximos da mediana da área do euro (Gráfico I.3.26, painel B). A diminuição deste rácio tem ocorrido, no entanto, sobretudo por via do aumento do PIB.

**Gráfico I.3.25 • Crédito total a sociedades não financeiras por setor financiador | Taxa de variação homóloga e contributos em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O agregado de crédito apresentado engloba empréstimos, títulos e créditos comerciais (excluem-se os créditos comerciais entre empresas residentes). As taxas de variação homólogas são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço.

**Gráfico I.3.26 • Dívida das sociedades não financeiras**



Fonte: BCE e Eurostat. | Notas: O agregado de dívida engloba empréstimos, títulos de dívida, reservas técnicas de seguros, créditos comerciais e outros débitos e créditos (valores não consolidados). Os valores para a área do euro correspondem à mediana dos 12 países integrantes da área do euro em 1 de Janeiro de 2002 com exceção do Luxemburgo. A área a sombreado representa o intervalo interquartis.

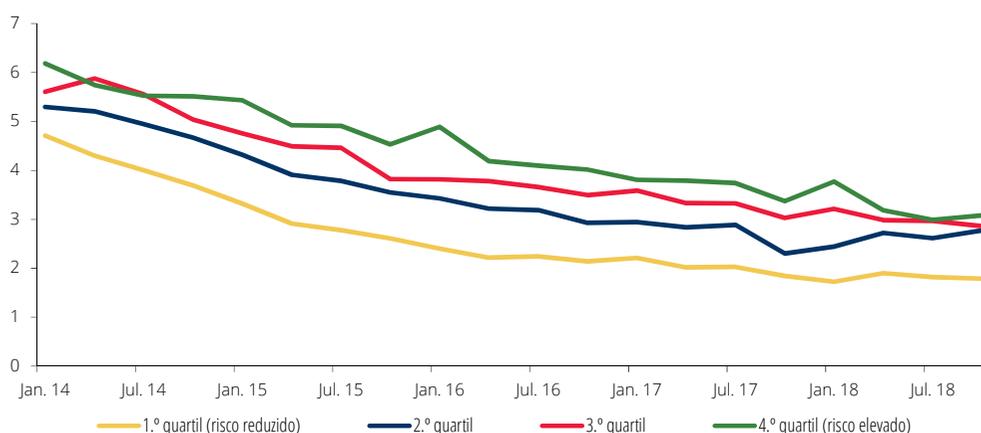
13. Ver Caixa 2 do Tema em destaque do *Boletim Económico* de Maio de 2018 para uma decomposição dos determinantes da evolução do rácio de alavancagem das empresas portuguesas entre 2011 e 2016. Ver Caixa 6 do *Boletim Económico* de Outubro de 2018 para uma comparação do processo de desalavancagem em Portugal, Espanha e Itália.

## Caixa 2 • Taxas de juro dos novos empréstimos concedidos às empresas por perfil de risco

As taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a empresas não financeiras estabilizaram em 2018, após uma trajetória de diminuição observada em anos anteriores. Esta caixa visa avaliar a relação entre a evolução das taxas de juro dos novos empréstimos por perfil de risco e maturidade.

No que se refere à evolução das taxas de juro médias dos novos empréstimos, o gráfico C2.1 evidencia uma tendência decrescente, seguida de estabilização, a qual foi observada quer para as empresas com risco de crédito reduzido, quer para as de risco elevado<sup>14</sup>. Observa-se ainda uma diferenciação das taxas de juro por perfil de risco da empresa, sendo que esta diferenciação não aparenta exibir desvios significativos ao longo do período em análise.

**Gráfico C2.1 • Taxas de juro média de novos empréstimos a SNF por perfil de risco | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A taxa de juro média ponderada utiliza como ponderador o montante do novo empréstimo.

O número de novos empréstimos é similar entre os diferentes quartis de risco (o que possibilita uma comparação mais robusta entre as taxas) e é, em grande medida, constante ao longo do tempo (embora com alterações na sua composição) – Quadro C2.1.

Importa ainda compreender a sensibilidade dos resultados à distinção entre empréstimos com diferentes maturidades, em particular os de maturidades mais curtas (inferiores a 365 dias) e os de maturidades mais longas (iguais ou superiores a 365 dias). O gráfico C2.2 mostra que a evolução da taxa de juro dos empréstimos com maturidade inferior a 365 dias por perfil de risco é semelhante à evolução agregada (Gráfico C.2.1). Em contrapartida, a evolução da taxa de juro dos empréstimos com maturidade igual ou superior a 365 dias não reflete uma diferenciação tão clara por perfil de risco. As empresas de risco reduzido (quartil 1) contrataram empréstimos com uma taxa de juro tendencialmente mais baixa que as restantes empresas. Contudo, as taxas de juro médias para as

14. 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. O quartil é definido em cada momento no tempo para o universo de empresas que têm pelo menos um empréstimo com uma instituição de crédito residente com base na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC).

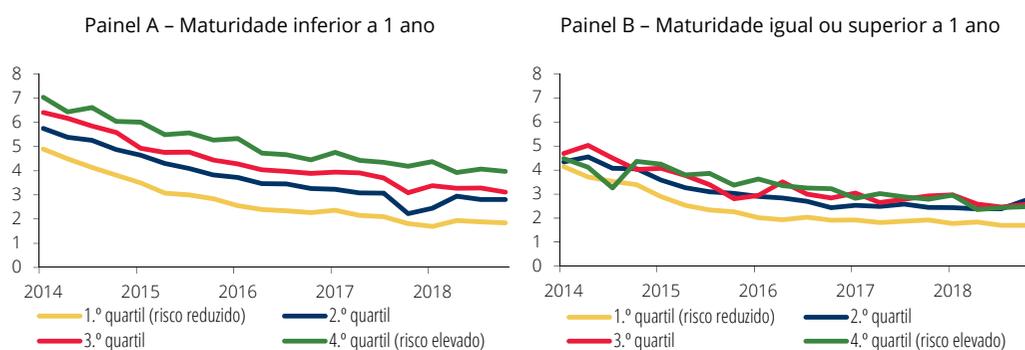
empresas dos quartis 2, 3 e 4 (mais arriscadas) não apresentam uma diferenciação clara, sobrepondo-se em vários momentos no tempo. Este resultado pode ser justificado, *inter alia*, pelo acesso a informação mais detalhada sobre a empresa e o propósito do empréstimo por parte da instituição financeira quando esta concede crédito a prazos mais longos.<sup>15</sup>

**Quadro C2.1 • Número de novos empréstimos às SNF concedidos por instituições financeiras residentes | Em milhares**

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Número de operações</b>					
1.º Q (risco reduzido)	133,2	152,5	135,3	144,6	156,6
2.º Q	127,5	132,4	106,2	99,7	94,0
3.º Q	117,4	124,1	115,8	101,3	103,3
4.º Q (risco elevado)	83,6	86,1	94,6	80,5	72,3
Sem <i>rating</i>	15,1	22,0	24,4	21,7	25,4
<b>Número de operações com maturidade igual ou superior a 1 ano</b>					
1.º Q (risco reduzido)	4,0	6,4	10,9	13,0	12,3
2.º Q	3,4	4,7	6,5	7,7	10,0
3.º Q	3,3	3,6	5,8	7,9	9,0
4.º Q (risco elevado)	3,0	2,9	4,1	4,9	5,3
Sem <i>rating</i>	0,8	3,2	5,6	3,7	3,3

Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico C2.2 • Taxas de juro média de novos empréstimos a SNF por perfil de risco para empréstimos com maturidades inferiores e superiores a 1 ano | Em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A taxa de juro média ponderada utiliza como ponderador o montante do novo empréstimo.

Desta forma, a diferenciação da taxa de juro por perfil de risco verifica-se para empréstimos com maturidades curtas, não sendo tão explícita nos empréstimos para maturidades longas.

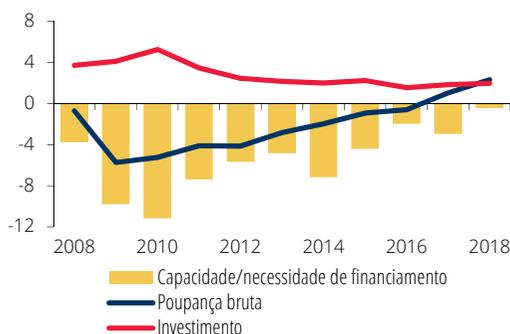
15. A existência de colateral não parece estar associada a uma maior ou menor diferenciação das taxas de juro por perfil de risco da empresa.

## 4 Política e situação orçamental

### Redução do défice das administrações públicas num contexto de relativa neutralidade da política orçamental

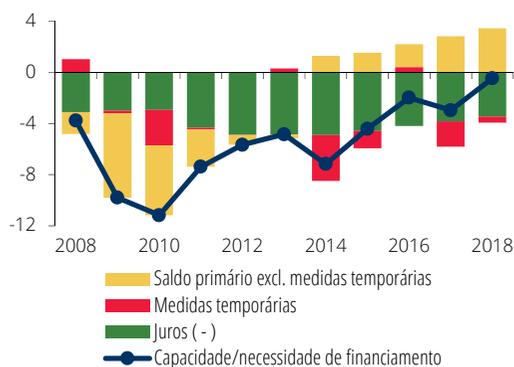
Em 2018, as administrações públicas registaram um défice de 0,5% do PIB, o que corresponde a um nível historicamente baixo (Gráfico I.4.1 e I.4.2). O défice ficou aquém das estimativas oficiais publicadas pelo Ministério das Finanças (1,0% do PIB no Orçamento do Estado para 2018, revisto para 0,7% no Programa de Estabilidade para 2018-2022 e mantido inalterado no Orçamento do Estado para 2019), bem como da última estimativa publicada pela Comissão Europeia no Outono passado (0,7% do PIB).

**Gráfico I.4.1 • Capacidade/necessidade de financiamento das administrações públicas**  
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

**Gráfico I.4.2 • Saldo primário e despesa em juros das administrações públicas**  
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As medidas temporárias são identificadas em linha com as regras adotadas no SEBC.

Face ao ano anterior, o saldo orçamental registou em 2018 uma melhoria de 2,5 pp do PIB (Quadro I.4.1). Esta evolução decorreu essencialmente do impacto adverso de medidas temporárias<sup>16</sup> ter sido consideravelmente inferior ao registado em 2017. Com efeito, em 2017 a injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos afetou o saldo das administrações públicas em 2% do PIB.<sup>17</sup> Em 2018, as medidas temporárias contribuíram em 0,5% do PIB para a redução do saldo, dos quais 0,4% dizem respeito à injeção de capital do Fundo de Resolução no Novo Banco, no seguimento da ativação do mecanismo de capital contingente.<sup>18</sup>

Excluindo o contributo de medidas temporárias, o défice das administrações públicas reduziu-se em 1,0 pp do PIB, dos quais 0,5 pp decorrem do contributo da evolução da atividade económica para a

16. A classificação de medidas temporárias decorre das regras do Sistema Europeu de Bancos Centrais.

17. Para além da injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos, considera-se igualmente como medida temporária com impacto no saldo orçamental de 2017 a recuperação parcial de uma garantia concedida pelo Estado ao Banco Privado Português (0,04% do PIB).

18. Além da injeção de capital no Novo Banco, o efeito total de medidas temporárias no saldo das administrações públicas de 2018 inclui também as seguintes operações: acréscimos de despesa associados ao pagamento de indemnizações e operações de reconstrução na sequência dos incêndios de 2017, bem como medidas de reforço da prevenção (0,1% do PIB); despesa associada ao pagamento de uma indemnização na sequência de uma decisão do Supremo Tribunal de Justiça sobre um processo de concessão de um terreno, incluindo juros de mora (0,05% do PIB); recebimento de um montante adicional referente à recuperação parcial de uma garantia concedida pelo Estado ao Banco Privado Português (-0,08% do PIB).

melhoria dos desenvolvimentos orçamentais (aferido com base na metodologia adotada no Sistema Europeu de Bancos Centrais – SEBC<sup>19</sup>). Assim, em 2018, o saldo estrutural (ajustado do ciclo e corrigido do impacto total de medidas temporárias) registou uma variação positiva de 0,5 pp do PIB potencial<sup>20</sup> (Quadro I.4.1; Gráfico I.4.3). Parte deste resultado foi determinado pela diminuição dos encargos com o serviço da dívida (em 0,3 pp do PIB potencial), pelo que o saldo primário estrutural terá registado em 2018 uma variação de 0,2 pp do PIB potencial, apontando para uma orientação aproximadamente neutra da política orçamental, à semelhança do verificado, em média, nos últimos anos.

#### Quadro I.4.1 • Principais indicadores orçamentais | Em percentagem do PIB

	2014	2015	2016	2017	2018	Varição 2018-17
<b>Saldo total</b>	<b>-7,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,5</b>
Despesa em juros	4,9	4,6	4,2	3,8	3,5	-0,4
Saldo primário	-2,3	0,2	2,2	0,9	3,0	2,1
<b>Indicadores estruturais (em percentagem do PIB potencial)</b>						
Saldo estrutural <sup>(a)</sup>	-1,4	-1,6	-1,5	-0,9	-0,4	0,5
Saldo primário estrutural	3,3	2,9	2,6	2,9	3,1	0,2
Receita estrutural	44,6	43,8	42,4	42,7	43,5	0,8
Despesa primária estrutural	41,3	40,9	39,8	39,8	40,4	0,6
<b>Dívida pública</b>	<b>130,6</b>	<b>128,8</b>	<b>129,2</b>	<b>124,8</b>	<b>121,5</b>	<b>-3,3</b>
Varição da dívida pública (em pp)	1,6	-1,8	0,5	-4,5	-3,3	
(-) Saldo primário	2,3	-0,2	-2,2	-0,9	-3,0	
Diferencial entre efeitos dos juros e do crescimento do PIB	2,8	-0,3	-0,4	-1,6	-0,9	
Ajustamentos défice-dívida	-3,5	-1,4	3,1	-2,0	0,6	
<i>Por memória:</i>						
Medidas temporárias <sup>(a)</sup>	-3,6	-1,4	0,4	-2,0	-0,5	1,5

Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Os valores estruturais são ajustados do ciclo e dos efeitos de medidas temporárias. As componentes cíclicas e as medidas temporárias são apuradas pelo Banco de Portugal de acordo com a metodologia e as definições utilizadas no SEBC. Para mais detalhes, ver Braz et al. (2019).

A evolução do saldo primário estrutural em 2018 tem subjacente um aumento da receita total estrutural em rácio do PIB potencial para um nível, ainda assim, inferior ao registado no final do Programa de Assistência Económica e Financeira (Gráfico I.4.4). O rácio da despesa primária estrutural aumentou igualmente em 2018, embora em menor medida, e permanece próximo do nível mais baixo registado desde o início da União Monetária.

### ⋮ Aumento da receita estrutural explicado pela evolução da receita fiscal e contributiva

Em termos efetivos, a receita total das administrações públicas registou um crescimento de 5,5% em 2018, refletindo parcialmente a evolução positiva da atividade económica. Em termos estruturais, o peso da receita total no PIB potencial aumentou 0,8 pp.<sup>21</sup> Esta evolução refletiu exclusivamente o crescimento registado pela coleta de impostos e contribuições sociais, sendo comum às principais

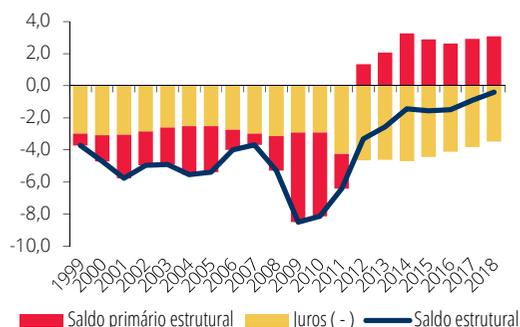
19. Os valores estruturais, ou seja, ajustados do ciclo e de medidas temporárias, são apurados de acordo com a nova metodologia para o ajustamento cíclico dos saldos orçamentais adotada em 2019 no contexto do SEBC. Para mais informações sobre esta metodologia e a sua aplicação ao caso português, ver Braz et al. (2019), "A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português", *Revista de Estudos Económicos*, Volume V – n.º 2, Abril 2019

20. Recorde-se que, no quadro da vertente preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento, deveria verificar-se em 2018 uma melhoria do saldo estrutural de, pelo menos, 0,6% do PIB potencial, medida em conformidade com as metodologias adotadas pela Comissão Europeia.

21. O cálculo do PIB potencial envolve um elevado nível de incerteza. A análise estrutural dos desenvolvimentos orçamentais realizada neste capítulo baseia-se numa estimativa para o PIB potencial calculada em linha com as orientações adotadas no SEBC. O método de cálculo, descrito em Braz et al (2019), baseia-se numa função de produção Cobb-Douglas e é compatível com uma das medidas do hiato do produto apresentadas no gráfico I.5.5 no Capítulo 5 – Oferta (FP CD). Em 2018, estima-se que o PIB potencial assim calculado tenha crescido 2,7% em termos nominais.

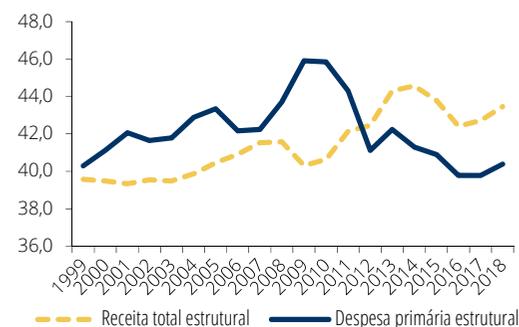
rubricas (Gráfico I.4.5). A Caixa 3 descreve os desenvolvimentos relativos à receita estrutural de impostos e contribuições sociais em 2018.

**Gráfico I.4.3 • Saldo estrutural das administrações públicas | Em percentagem do PIB potencial**



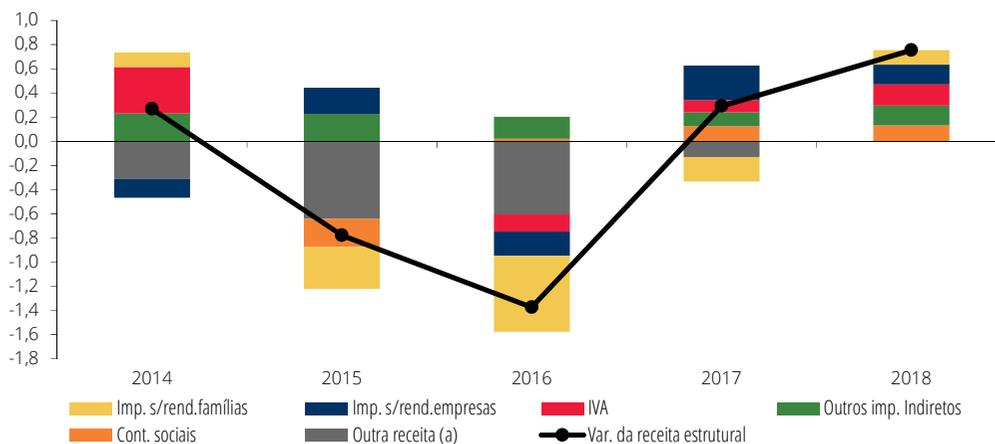
Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico I.4.4 • Despesa primária e receita total estruturais | Em percentagem do PIB potencial**



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico I.4.5 • Contributos para a variação estrutural da receita | Em pontos percentuais do PIB potencial**



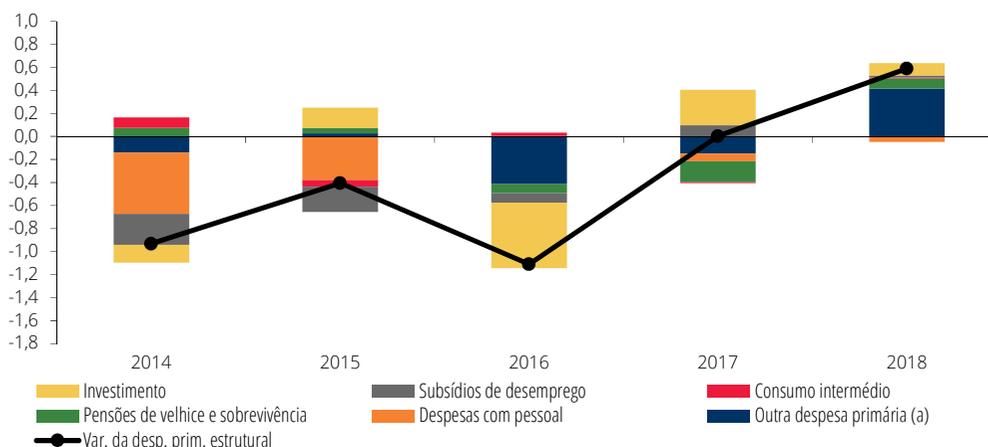
Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) A outra receita inclui as componentes “outras receita correntes”, incluindo as vendas de bens e serviços, e as “receitas de capital”.

No que se refere à receita não fiscal corrigida de medidas temporárias, verifica-se uma manutenção em rácio do PIB potencial, que reflete a estabilização das suas componentes corrente e de capital. No caso das outras receitas correntes, os contributos do crescimento dos dividendos distribuídos pelo Banco de Portugal e do aumento das vendas de bens e serviços são quase integralmente compensados pela redução dos juros e rendas recebidos, bem como de outras receitas não especificadas. Quanto às receitas de capital, a sua evolução em 2017 e 2018 está afetada pelos montantes associados à recuperação parcial de uma garantia concedida pelo Estado ao Banco Privado Português. Excluindo esta operação, que se enquadra na definição de medidas temporárias adotada no SEBC, verifica-se uma manutenção do peso das receitas de capital no PIB potencial, uma vez que o contributo do aumento das transferências de capital da União Europeia para as administrações públicas com correspondência em despesa no ano foi compensado pelo decréscimo das outras receitas não especificadas.

## ..... Aumento da despesa primária estrutural, tanto corrente como de capital

Em 2018, o aumento da despesa primária (0,3%) foi muito afetado pelo impacto de medidas temporárias, com destaque para as injeções de capital na CGD, em 2017, e no Novo Banco, em 2018. Excluindo este impacto e o efeito do ciclo económico<sup>22</sup>, a despesa primária estrutural aumentou 0,6 pp do PIB potencial (Gráfico I.4.6). Este comportamento decorre quer da despesa de capital, quer das componentes da despesa corrente.

**Gráfico I.4.6 • Contributos para a variação estrutural da despesa primária | Em pontos percentuais do PIB potencial**



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) A outra despesa primária inclui as prestações sociais excluindo as pensões de velhice e sobrevivência e os subsídios de desemprego, as contribuições sociais suportadas pelas administrações públicas, os subsídios e as outras despesas correntes e de capital.

Os encargos com pensões de velhice e sobrevivência cresceram 3,3% em 2018, correspondendo a uma variação de cerca de 0,1 pp do PIB potencial. Verificou-se uma quase estabilização do número de pensionistas, quer no regime geral, quer na Caixa Geral de Aposentações. Assim, o crescimento da despesa decorreu do aumento da pensão média, em resultado da aplicação das regras definidas para a atualização das pensões e das subidas extraordinárias das pensões mais baixas em agosto de 2017 e em agosto de 2018. Em contrapartida, os encargos com o pagamento de subsídios de desemprego diminuíram 6,0% em 2018, em linha com a significativa redução do número de desempregados (Capítulo 5 – Oferta). Em termos estruturais, o peso deste agregado no PIB potencial permaneceu constante, refletindo dois efeitos contrários que se compensaram. Por um lado, a queda registada pelo número de desempregados total da economia foi mais acentuada do que o que seria expetável dado o comportamento cíclico passado, dando origem a um efeito de composição negativo<sup>23</sup>. Por outro lado, verificou-se um ligeiro aumento do subsídio médio.

Em 2018, as despesas com pessoal e o consumo intermédio permaneceram relativamente constantes em rácio do PIB potencial. A evolução das despesas com pessoal tem subjacente um crescimento

22. Do lado da despesa, considera-se que a única rubrica afetada pelo ciclo económico é a referente aos encargos com subsídios de desemprego.

23. Note-se que a metodologia de ajustamento cíclico adotada no contexto do SEBC assume que a variável macroeconómica associada à despesa com subsídios de desemprego é o número total de desempregados da economia. Em 2018, este agregado diminuiu mais acentuadamente do que o número de desempregados efetivamente subsidiados. Assim, caso se utilizasse para efeitos do ajustamento cíclico o desemprego subsidiado, o efeito de composição manter-se-ia negativo, mas assumiria uma magnitude inferior.

em 3% dos vencimentos, refletindo o aumento do número de funcionários públicos em cerca de 1% e os efeitos do descongelamento de carreiras. Quanto ao consumo intermédio o aumento de 3,5% representa uma ligeira aceleração face ao observado em 2017. Esta evolução está, no entanto, muito influenciada pela significativa redução dos encargos com parcerias público-privadas do setor rodoviário e dos custos associados aos serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (SIFIM). O consumo intermédio líquido do contributo destes dois fatores cresceu 7,0% em 2018 (que compara com o aumento de 1,4% no ano anterior). As restantes componentes da despesa corrente primária (subsídios, prestações sociais em espécie e outras despesas correntes) aumentaram no seu conjunto o seu peso no PIB potencial em 0,2 pp.

A despesa de capital diminuiu 24,9% em termos efetivos, uma evolução que se encontra muito afetada pelas medidas temporárias acima referidas, quer em 2017, quer em 2018. A taxa de crescimento da despesa de capital corrigida do respetivo impacto situa-se em 20,5%. Este crescimento corresponde aproximadamente a um aumento de 0,4 pp do PIB potencial, dos quais 0,1 pp são explicados pelo investimento público e 0,3 pp decorrem do comportamento das transferências de capital pagas pelas administrações públicas. Uma parte significativa do crescimento das transferências de capital corrigidas do impacto de medidas temporárias resulta de um conjunto de operações que, embora não cumpram os requisitos para serem classificadas como medidas temporárias, tiveram um efeito pontual no saldo das administrações públicas.<sup>24</sup> No seu conjunto, este tipo de operações teve um impacto equivalente a 0,1% no PIB na despesa das administrações públicas de 2017 e 0,3% em 2018. Adicionalmente, esta rubrica foi afetada pelo significativo aumento da transferência de parte da receita arrecadada com a contribuição extraordinária do setor energético com vista à redução do défice tarifário.

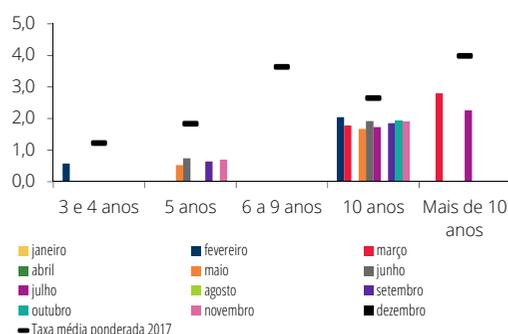
No caso do investimento público, registou-se em 2018 um aumento de 11,3% em termos efetivos. Esta evolução representa uma desaceleração face ao observado no ano anterior (23,4%), refletindo, no essencial, a queda verificada na Administração Local e Regional (-1,8%, que compara com um aumento de 32,3% no ano anterior). Corrigindo o efeito de despesas relacionadas com os incêndios de 2017 (classificadas como medidas temporárias), verifica-se um menor aumento, correspondente a 0,1 pp do PIB potencial (Gráfico I.4.6). Uma parte significativa deste aumento decorre de despesas relacionadas com a aquisição e manutenção de material militar.

## Continuação da tendência de redução dos encargos com a dívida pública, num contexto favorável relativamente às condições de financiamento da República

Em 2018, Portugal continuou a beneficiar de condições de financiamento relativamente favoráveis nos mercados de dívida soberana. A taxa média dos leilões de Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos situou-se em 1,9%, o que compara com 2,6% em 2017 (Gráfico I.4.7). Quanto às emissões de curto prazo, verificou-se igualmente uma redução da taxa de juro média dos leilões de Bilhetes do Tesouro, de -0,2% para -0,3% (Gráfico I.4.8).

24. Incluem-se nestas operações a conversão de ativos por impostos diferidos e aumentos de capital em empresas de transportes, ambos com impacto em 2017 e 2018. Afetando apenas o saldo de 2018, são de destacar pela sua magnitude o empréstimo e a garantia prestados pela Direção Geral de Tesouro e Finanças ao Fundo de Recuperação de Créditos, bem como a concessão de uma garantia à SATA Air Açores pelo Governo Regional dos Açores. Em linha com as regras adotadas no SEBC, este tipo de operações que contribuem para reduzir o saldo das administrações públicas não podem, por norma, ser classificadas como medidas temporárias. As exceções a este princípio estão limitadas a efeitos desencadeados por decisões judiciais ou catástrofes naturais e medidas de apoio ao sistema financeiro.

**Gráfico I.4.7 • Taxas de juro nos leilões de Obrigações do Tesouro em 2018 | Em percentagem**



Fonte: IGCP.

**Gráfico I.4.8 • Taxas de juro nos leilões de Bilhetes do Tesouro em 2018 | Em percentagem**



Fonte: IGCP.

Neste contexto, o efeito-preço deu um contributo significativo para a nova redução registada pelos encargos com juros da dívida pública em 2018, de 3,8 para 3,5% do PIB. Em particular, a taxa de juro implícita na dívida<sup>25</sup> permaneceu numa trajetória descendente, tendo-se reduzido de 3,1% em 2017 para 2,9% em 2018 (Gráfico I.4.9), uma evolução que tem beneficiado das medidas não convencionais de política monetária do BCE. Adicionalmente, importa destacar o decréscimo das despesas com juros resultante da amortização antecipada dos empréstimos do FMI no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, bem como da amortização de empréstimos obrigacionistas cujas taxas eram superiores às obtidas nas novas emissões.

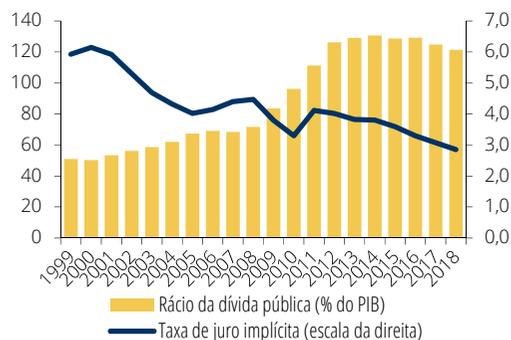
## Redução do rácio da dívida decorrente do excedente primário e de um crescimento nominal da economia superior à taxa de juro implícita da dívida

Em 2018, a dívida das administrações públicas reduziu-se 3,3 pp do PIB (Gráficos I.4.9 e I.4.10). A taxa de juro implícita da dívida permaneceu, pelo quarto ano consecutivo, abaixo da taxa de crescimento do PIB nominal, contribuindo para a redução do rácio da dívida pública no PIB. No entanto, o principal contributo para esta diminuição adveio do saldo primário das administrações públicas, que atingiu em 2018 uma magnitude muito significativa (Gráfico I.4.10). Os ajustamentos défice-dívida tiveram um impacto moderado no sentido do aumento do rácio da dívida (em 0,6 pp do PIB), não obstante a redução do *stock* de depósitos das administrações públicas. Com efeito, a utilização de ativos financeiros foi mais do que compensada por uma redução de passivos não incluídos na definição de dívida de Maastricht, com particular destaque para a diminuição de créditos comerciais.

Não obstante a redução registada em 2018, no final do ano, o rácio da dívida pública permanecia num nível elevado (121,5%).

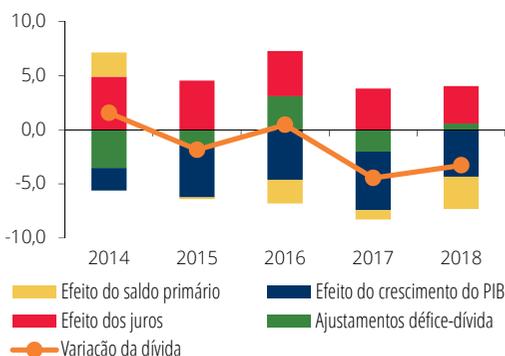
25. A taxa de juro implícita resulta do rácio entre a despesa em juros e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e do ano anterior.

**Gráfico I.4.9 • Rácio da dívida pública no PIB e taxa de juro implícita | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

**Gráfico I.4.10 • Contributos para a variação da dívida pública em rácio do PIB | Em pontos percentuais do PIB**



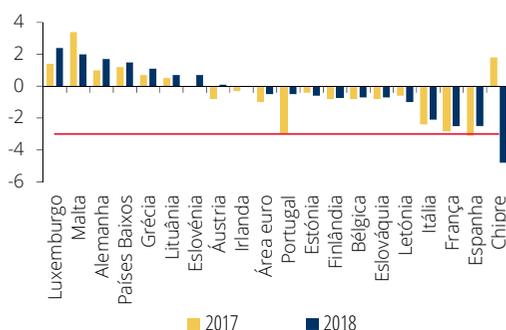
Fontes: Banco de Portugal e INE.

## ⋮ Tendência generalizada de melhoria da situação orçamental nos países da área do euro

Em 2018, o saldo orçamental da área do euro situou-se em 0,5% do PIB. Face a 2017, registou-se um aumento do saldo em 15 dos 19 Estados-Membros, com particular destaque para Portugal, onde se verificou a melhoria mais acentuada (Gráfico I.4.11). Com exceção de Chipre, o saldo orçamental situou-se acima do valor de referência de -3% do PIB em todos os países da área do euro e foi positivo em 8. O valor apurado no caso de Espanha (-2,5% do PIB) aponta para a correção da situação de défice excessivo dentro do prazo estipulado pelo Conselho da União Europeia.

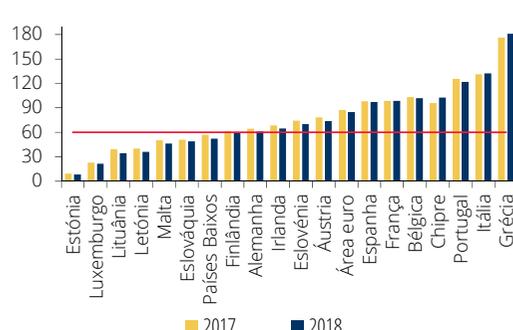
O rácio da dívida pública situou-se em 2018 em 85,1% do PIB no conjunto da área do euro (Gráfico I.4.12). Com exceção de Chipre, Grécia e Itália, observou-se uma redução do peso da dívida pública no PIB em todos os Estados-Membros. Ainda assim, o nível de endividamento permanece acima de 60% do PIB na maioria dos países da área do euro, atingindo uma magnitude particularmente elevada, acima de 120% do PIB, nos casos da Grécia, Itália e Portugal.

**Gráfico I.4.11 • Saldo orçamental na área do euro | Em percentagem do PIB**



Fonte: Eurostat. | Nota: Países ordenados pelo valor do saldo orçamental em 2018.

**Gráfico I.4.12 • Dívida pública na área do euro | Em percentagem do PIB**



Fonte: Eurostat. | Nota: Países ordenados pelo valor da dívida pública em 2018.

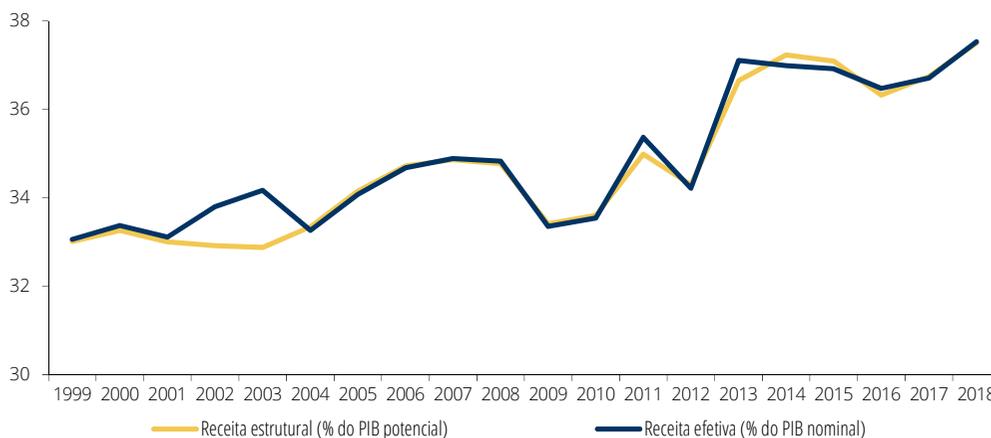
### Caixa 3 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva

A receita de impostos e contribuições sociais é afetada pelo enquadramento económico, legale institucional de cada país. A análise da sua evolução em termos estruturais é, regra geral, baseada na eliminação do efeito de fatores transitórios associados às flutuações do ciclo económico e a medidas temporárias e surge expressa em rácio do PIB (nominal) potencial. O Banco de Portugal afere os desenvolvimentos estruturais da receita fiscal e contributiva tendo por referência o quadro metodológico adotado no contexto do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), quer no que se refere às regras de identificação das medidas temporárias, quer à forma de quantificar o impacto cíclico.

No final de 2018, o SEBC adotou uma metodologia de ajustamento cíclico dos saldos orçamentais de acordo com a qual a respetiva componente cíclica é obtida de forma agregada multiplicando o hiato do produto por uma semi-elasticidade orçamental. Braz et al. (2019)<sup>26</sup> apresentam esta nova metodologia, fornecendo detalhes sobre a estimação da semi-elasticidade e do hiato do produto, bem como sobre a sua aplicação ao caso português. Não obstante a natureza agregada da nova metodologia de ajustamento cíclico, é possível decompor o contributo de diferentes fatores para a variação estrutural (ou seja, após a exclusão dos efeitos das medidas temporárias) da receita fiscal e contributiva em: i) efeito de medidas permanentes de política fiscal; ii) impacto da elasticidade orçamental (essencialmente associado à progressividade do IRS); iii) efeito de composição que decorre dos desvios entre a evolução registada pela base macroeconómica e a que seria expectável dadas as respetivas elasticidades face ao hiato do produto; e iv) componente residual, que capta a variação estrutural que não é explicada pelas restantes componentes. Este referencial metodológico, que é também apresentado em detalhe em Braz et al. (2019), serve de base à análise detalhada da evolução estrutural da receita de impostos e contribuições sociais realizada nesta Caixa.

Em 2018, a receita de impostos e contribuições sociais cresceu 5,9%. Em termos estruturais, estima-se que este agregado se tenha situado em 37,5% do PIB potencial, aumentando 0,8 pp face ao ano anterior (Gráfico C.3.1). Apesar dos aumentos evidenciados nos últimos dois anos, a receita estrutural de impostos e contribuições tem permanecido num nível apenas ligeiramente superior ao registado no final do Programa de Assistência Económica e Financeira.

**Gráfico C3.1 • Receita fiscal e contributiva | Em percentagem**



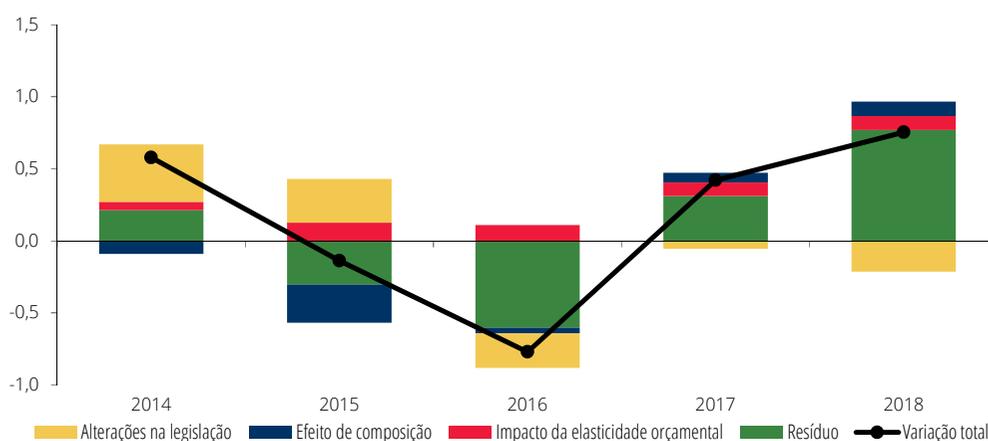
Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Na ausência de medidas temporárias, o diferencial entre as duas curvas corresponde à componente cíclica da receita de impostos e contribuições sociais em rácio do PIB. Dada a elevada sensibilidade deste agregado ao ciclo, a respetiva componente cíclica assume uma magnitude reduzida (para mais detalhes, ver Braz et al. (2019)).

26. Braz et al. (2019), "A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português", *Revista de Estudos Económicos*, Volume V – n.º 2, Abril 2019

O aumento da receita fiscal e contributiva estrutural é essencialmente explicado por fatores não individualizados na metodologia do SEBC e que, como tal, são captados pela componente residual dessa metodologia (Gráfico C3.2). O impacto da elasticidade orçamental e o efeito de composição apresentam valores positivos pouco expressivos e as medidas permanentes de política fiscal terão resultado, em termos líquidos, numa perda de receita.

Em termos de rubricas, o aumento da receita fiscal e contributiva estrutural foi generalizado às suas principais componentes (Gráfico C3.3). A receita estrutural de impostos sobre a produção e a importação aumentou o seu peso no PIB potencial em 0,3 pp, sendo de destacar o contributo da coleta do IVA. Com efeito, a receita estrutural do IVA aumentou 0,2 pp do PIB potencial em 2018. Parte desta evolução é explicada por um efeito de composição. Este decorre do facto de as bases macroeconómicas do IVA consideradas na metodologia do SEBC (com destaque para o consumo privado e o investimento total da economia) terem registado em 2018 um crescimento superior ao que decorreria das suas sensibilidades médias face às oscilações do hiato do produto. Importa destacar que, em 2018, a coleta bruta do IVA foi negativamente afetada por alterações na tributação das importações extracomunitárias e cujo impacto é captado pela componente residual. Ainda assim, o resíduo do IVA apresenta um sinal positivo que é parcialmente determinado pela diminuição dos reembolsos deste imposto, considerando o ajustamento temporal considerado na compilação das contas nacionais. No que se refere aos restantes impostos sobre a produção e a importação, a receita estrutural aumentou em 0,2 pp do PIB potencial. Esta evolução é essencialmente explicada pela componente residual, cuja magnitude decorre em larga medida do aumento da receita proveniente dos leilões de licenças de carbono e da contribuição extraordinária sobre o setor energético<sup>27</sup>. Adicionalmente, encontra-se também afetada pelo significativo crescimento evidenciado pela receita do Imposto Municipal sobre Transações, refletindo o dinamismo do mercado imobiliário.

**Gráfico C3.2 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais | Em pontos percentuais do PIB potencial**



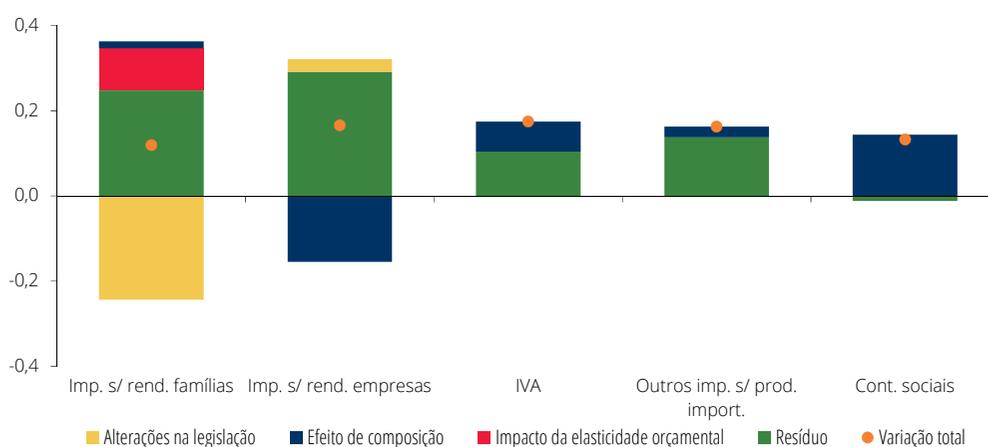
Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

A receita estrutural de impostos sobre o rendimento e património aumentou 0,3 pp em rácio do PIB potencial, com contributos positivos da coleta de impostos sobre as empresas e, numa menor medida, sobre as famílias. No caso dos impostos sobre as empresas, a receita estrutural aumentou

27. Note-se que a receita obtida com a contribuição extraordinária sobre o setor energético está afeta à redução do défice tarifário. O aumento registado em 2018 tem subjacente a regularização do pagamento por parte de uma empresa deste setor. Este aumento deverá ter um impacto neutro no saldo orçamental na medida em que, estando afeto à redução do défice tarifário, foi transferido para o setor energético.

em 0,2 pp o seu peso no PIB potencial. Esta evolução ocorreu não obstante um efeito de composição negativo relacionado com o facto de o excedente bruto de exploração e o rendimento misto (que é a base macroeconómica considerada no caso do IRC) ter registado um aumento mais moderado em 2018 do que seria expetável dada a sua elasticidade face ao hiato do produto. Em sentido contrário é de destacar o impacto do aumento da derrama estadual no Orçamento do Estado para 2018 e, sobretudo, o valor positivo da componente residual. Com efeito, apesar do ligeiro aumento em rácio do PIB potencial dos reembolsos de IRC (líquidos da conversão de ativos por impostos diferidos em 2017 e 2018<sup>28</sup>), o resíduo é positivo e apresenta uma magnitude significativa. Note-se que a base de incidência efetiva do IRC está muito influenciada pelo desempenho de um conjunto relativamente reduzido de grandes empresas, que pode divergir da evolução da base macroeconómica considerada.

**Gráfico C3.3 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais em 2018 | Em pontos percentuais do PIB potencial**



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Parte do resíduo das contribuições sociais reflete as contribuições sociais efetivas do regime dos funcionários públicos e com as contribuições imputadas, ambas registadas também na despesa.

A receita de impostos sobre o rendimento das famílias aumentou 0,1 pp em termos estruturais, não obstante a implementação de medidas de redução da tributação em sede de IRS (nomeadamente, o efeito remanescente da eliminação da sobretaxa de IRS introduzida em 2013 e as alterações dos escalões deste imposto no âmbito do Orçamento do Estado para 2018). Esta perda de receita é atenuada pelo impacto estimado da elasticidade orçamental, que assume a não atualização das tabelas do imposto, bem como pelo efeito de outros fatores captados na componente residual. Entre outros aspetos, esta componente deverá refletir o grande crescimento da receita associada às notas de cobrança. O efeito de composição é aproximadamente neutro no caso dos impostos sobre o rendimento das famílias, tendo subjacente dois impactos que se compensam. Por um lado, no total da economia os crescimentos do emprego e da massa salarial excederam o aumento implícito pelas respetivas elasticidades face ao hiato do produto. Por outro lado, o excedente bruto de exploração e o rendimento misto (que é a base utilizada no caso do IRS sobre rendimentos de capitais e do trabalho independente) registou, como referido acima, um crescimento mitigado face ao que decorreria da elasticidade face ao ciclo. Finalmente, a receita estrutural de contribuições sociais aumentou 0,1 pp em rácio do PIB potencial. Esta evolução é quase integralmente determinada pelo efeito de composição associado ao crescimento significativo registado pelo emprego e pela massa salarial no total da economia.

28. Na ótica da contabilidade nacional estas operações encontram-se refletidas na despesa de capital. Na ótica de contabilidade pública, a conversão de ativos por impostos diferidos encontra-se registada no montante de reembolsos de IRC, afetando negativamente a receita líquida deste imposto.

## 5 Oferta

### Desaceleração do VAB em 2018 num contexto de manutenção de um crescimento do PIB *per capita* em Portugal superior ao da área do euro

Em 2018, o valor acrescentado bruto (VAB) registou um crescimento em termos reais de 1,7%, o que representa uma desaceleração relativamente ao crescimento de 2,4% registado em 2017 (Quadro I.5.1). Tal como nos últimos anos, o crescimento do VAB foi inferior ao do PIB, que registou um aumento em 2018 de 2,1% (Capítulo 6). A discrepância entre o crescimento do VAB e do PIB reflete a evolução dos impostos líquidos de subsídios, que cresceram 4,2% em volume em 2018, após um crescimento de 5,9% em 2017. O diferencial de crescimento do PIB face à área do euro, tal como em 2017, manteve-se positivo (0,3 pp).

**Quadro I.5.1 • VAB e principais componentes setoriais | Taxa de variação homóloga, em percentagem, salvo indicação em contrário**

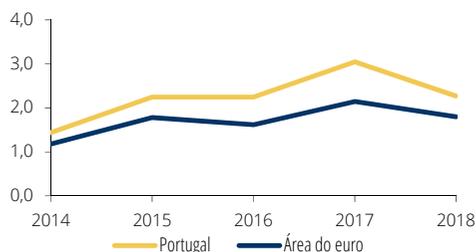
	% do VAB em 2017	2014	2015	2016	2017	2018	2017		2018	
							S1	S2	S1	S2
VAB	100,0	0,4	1,6	1,6	2,4	1,7	2,6	2,3	1,9	1,5
Agricultura, silvicultura e pescas	2,3	-1,6	5,1	-3,6	4,6	-1,8	4,0	5,3	-0,6	-3,0
Indústria	14,8	2,6	2,9	2,7	3,6	0,6	4,1	3,1	1,8	-0,7
Energia, água e saneamento	3,7	1,1	4,0	-0,5	-2,1	4,9	-3,1	-1,1	5,1	4,7
Construção	4,0	-8,4	0,0	-0,5	6,3	2,2	7,7	4,8	2,3	2,2
Serviços	75,3	0,6	1,3	1,8	2,1	1,9	2,2	2,0	1,8	1,9
Comércio, reparação, alojamento e restauração	20,0	4,3	2,6	3,1	2,9	2,9	2,9	2,8	3,1	2,8
Transportes, armazenagem, atividades de informação e comunicação	8,4	-2,6	0,8	0,5	5,7	2,5	6,5	5,0	3,0	2,0
Atividades financeiras e imobiliárias	17,1	-3,3	-0,9	0,0	0,1	1,2	0,1	0,0	1,2	1,2
Outras atividades de serviços	29,7	1,3	1,8	2,2	1,8	1,3	1,8	1,7	1,0	1,6

Fontes: Eurostat e INE.

As importantes alterações demográficas que se têm verificado tornam importante a análise da evolução do PIB *per capita*. Neste âmbito, é de referir que, de acordo com as estimativas para a evolução da população, em 2018, o PIB *per capita* em Portugal terá crescido 2,3% em termos reais (3,0% em 2017), o que compara com um crescimento de 1,8% na área do euro (Gráfico I.5.1).

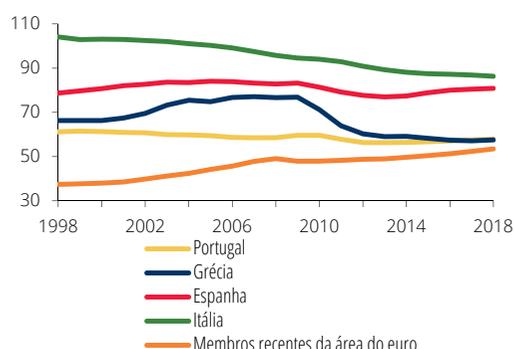
Depois da queda observada durante o período de ajustamento económico, o PIB *per capita* em Portugal tem apresentado um movimento de recuperação. Desde 2013, o PIB *per capita* em Portugal cresceu 12%, o que compara com um crescimento de 9% no conjunto da área do euro. Apesar deste movimento de convergência, em 2018, o PIB *per capita* português representava 58% do PIB *per capita* da área do euro – um valor inferior em 3,4 pp relativamente ao observado em 1998 (Gráfico I.5.2).

**Gráfico I.5.1 • Evolução do PIB *per capita* em Portugal e na área do euro | Taxa de crescimento, em percentagem**



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico I.5.2 • Evolução do PIB *per capita* em Portugal e num conjunto selecionado de países | Em percentagem do PIB *per capita* da área do euro**

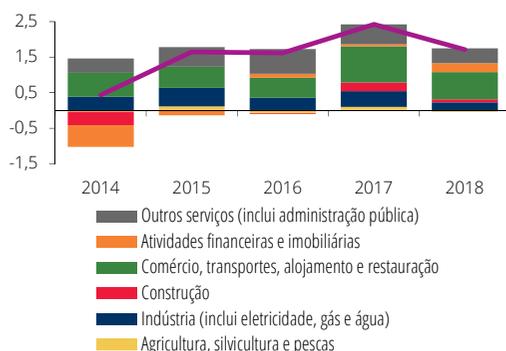


Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Índice agregado para os 7 países que aderiram mais recentemente à área do euro ponderado pelo PIB. Estes países são: Chipre, Eslováquia, Eslovénia, Estónia, Letónia, Lituânia e Malta.

## Desaceleração do VAB em 2018 transversal aos principais setores de atividade

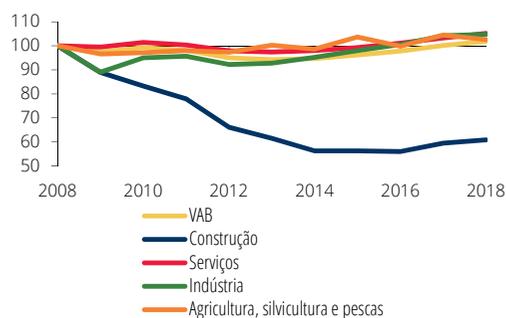
A desaceleração do VAB em 2018 foi transversal aos principais setores, com exceção do setor de energia, água e saneamento, registando-se uma evolução diferenciada entre os serviços (Quadro 5.1 e gráfico I.5.3). No conjunto, o VAB nos serviços desacelerou para 1,9% em 2018 (2,1% em 2017), sendo de destacar a manutenção do elevado crescimento da atividade no comércio (Caixa 4), a aceleração nas atividades financeiras e o abrandamento dos serviços de alojamento e restauração, em linha com a evolução do turismo. Há a destacar igualmente a forte desaceleração dos serviços de transporte e armazenagem em 2018. O VAB em 2018 situou-se pela primeira vez acima do valor observado antes da crise económica e financeira internacional (Gráfico I.5.4). A recuperação foi extensiva à generalidade dos principais sectores de atividade, com exceção da construção, um setor onde a atividade teve uma quebra muito significativa durante o período de ajustamento económico.

**Gráfico I.5.3 • Contributos para a taxa de variação homóloga do VAB | Contributos setoriais, em pontos percentuais**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico I.5.4 • Evolução do VAB por setor de atividade | 2008=100**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

## Indicadores mais recentes apontam para o aumento do nível de utilização da capacidade produtiva na economia portuguesa

Num horizonte temporal mais alargado, o ritmo a que uma economia pode crescer sem gerar pressões inflacionistas depende em larga medida da sua capacidade produtiva. O produto potencial é um conceito central neste domínio, estando associado à capacidade de oferta agregada da economia. O produto potencial depende de diversos aspetos estruturais da economia, como a evolução demográfica ou a produtividade, estando esta última relacionada com fatores como o progresso tecnológico, a eficiência de utilização dos recursos ou o enquadramento institucional. Em alguns destes aspetos a economia portuguesa enfrenta importantes desafios. Um deles é a evolução demográfica, devido à redução da população em idade ativa e ao seu envelhecimento. Outro desafio importante é o aumento dos níveis de capital por trabalhador e a necessidade de criar um enquadramento conducente a um maior crescimento do investimento, em qualidade e quantidade.<sup>29</sup> A queda acentuada do investimento em Portugal durante o recente período recessivo teve um impacto negativo sobre a acumulação de capital e sobre o produto potencial da economia.

No curto prazo e num cenário de subutilização de recursos produtivos, a atividade económica pode crescer a um ritmo superior ao do produto potencial sem gerar pressões inflacionistas. As estimativas para o hiato do produto, definido como o diferencial entre o produto real observado e o produto potencial, sugerem que este se encontra em valores próximos de zero ou positivos, depois de um longo período em que registou valores negativos, apontando para uma redução da margem disponível em termos de capacidade produtiva e no mercado de trabalho (Gráfico I.5.5).<sup>30</sup>

## Continuação da melhoria da situação no mercado de trabalho, embora com um crescimento menos expressivo do emprego

A recuperação da atividade produtiva tem-se refletido na melhoria da situação do mercado de trabalho, com uma queda acentuada da taxa de desemprego e a manutenção do crescimento do emprego, embora a um ritmo inferior ao registado em 2017.

De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, em 2018, o emprego em Portugal registou um crescimento de 2,3%, menos 1,0 pp face a 2017 (Quadro I.5.2). A recuperação do emprego tem sido igualmente observável na área do euro, com particular destaque para Portugal e Espanha, dois países cujos mercados de trabalho apresentaram uma deterioração marcada durante o período recessivo recente (Gráfico I.5.6).

A recuperação do emprego total tem refletido o crescimento significativo do emprego por conta de outrem, num contexto de fraco dinamismo do emprego por conta própria. Em 2018, o emprego por conta de outrem aumentou 2,7%, enquanto o emprego por conta própria registou um crescimento de 0,5%. No entanto, estas duas formas de emprego tiveram perfis intra-anuais diferenciados. Assim, enquanto o emprego por conta de outrem apresentou uma trajetória de desaceleração ao longo do ano, contribuindo para o menor dinamismo do emprego total, o emprego por conta própria, depois das quedas observadas até meados de 2018, registou uma variação positiva, que foi particularmente assinalável no último trimestre do ano.

29. Para maior detalhe, ver a Caixa "Stock de capital na economia portuguesa", *Boletim Económico* de maio de 2018.

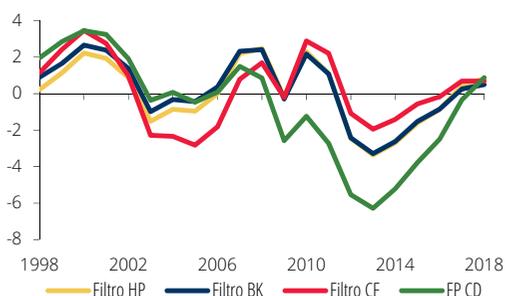
30. Para uma discussão sobre as principais questões associadas à utilização do produto potencial e do hiato do produto enquanto ferramentas de análise económica, nomeadamente as incertezas associadas à sua estimação, ver o Tema em destaque "Produto potencial: desafios e incertezas", *Boletim Económico* de dezembro de 2017.

**Quadro I.5.2 • Indicadores sobre a evolução recente do emprego em Portugal | Taxa de variação homóloga, em percentagem, salvo indicação em contrário**

	Milhares de indivíduos em 2018	2014	2015	2016	2017	2018	2017		2018	
							S1	S2	S1	S2
<b>Emprego total</b>	4866,7	1,6	1,1	1,2	3,3	2,3	3,3	3,3	2,8	1,9
Emprego conta de outrem	4056,5	4,4	2,8	2,1	4,3	2,7	3,9	4,6	3,7	1,7
Emprego por conta própria	789,7	-8,2	-5,7	-3,2	-0,4	0,5	1,4	-2,2	-1,5	2,5
Trabalho familiar	20,5	-19,1	-4,1	26,0	-23,9	-7,1	-24,6	-23,2	-12,2	-1,6
<b>Por tipo de contrato:</b>										
Contrato sem termo	3165,1	4,4	2,1	1,6	4,7	2,8	4,8	4,5	3,5	2,1
Contrato com termo	745,0	5,8	6,6	2,6	3,3	2,2	0,1	6,5	5,4	-0,7
Contrato prestação de serviços	146,4	-0,4	-1,7	8,4	0,8	4,8	5,6	-3,5	2,0	7,5
<b>Por regime de duração:</b>										
Tempo completo	4355,3	3,0	1,8	1,8	4,1	3,2	3,6	4,5	4,1	2,3
Tempo parcial	511,3	-7,2	-3,8	-3,0	-2,4	-4,7	1,5	-6,2	-7,4	-1,8
<b>Por escalões etários:</b>										
Entre 15 e 24 anos	296,4	2,3	2,0	4,4	7,7	4,9	7,3	8,0	3,8	5,9
Entre 25 e 34 anos	939,8	0,4	-0,3	-2,0	1,1	0,7	0,7	1,5	1,5	0,0
Entre 35 e 44 anos	1303,1	3,5	0,9	0,9	-0,1	-0,3	0,1	-0,3	0,2	-0,7
Entre 45 e 54 anos	1252,0	2,5	0,7	2,0	4,3	2,7	3,8	4,8	3,8	1,6
Mais de 54 anos	1075,3	-1,2	3,1	3,3	7,7	6,0	8,8	6,5	6,0	6,0

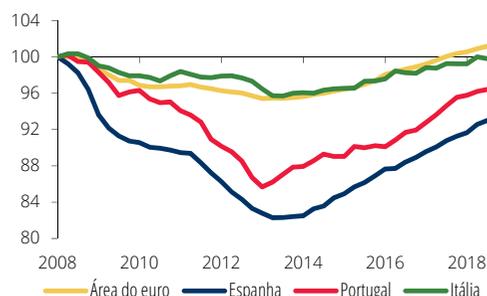
Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

**Gráfico I.5.5 • Estimativas para o hiato do produto em Portugal | Hiato do produto em percentagem do produto potencial**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O hiato do produto corresponde à diferença entre o PIB e cada uma das quatro estimativas disponíveis para o produto potencial: filtro Hodrick-Prescott (HP), filtro Baxter e King (BK), filtro Christiano e Fitzgerald (CF) e cálculos com base na função de produção Cobb-Douglas (FP CD). Para uma descrição detalhada das medidas do produto potencial ver o Tema em destaque "Produto potencial: desafios e incertezas", *Boletim Económico*, dezembro de 2017.

**Gráfico I.5.6 • Evolução do emprego em Portugal e na área do euro | 2008 T1=100**



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Resultados calculados com base no emprego para o subgrupo etário dos 15 aos 64 anos, conforme divulgação do Eurostat, o que difere do critério adotado nas estimativas trimestrais do INE (15 e mais anos). Os valores apresentados são corrigidos de variações sazonais.

Tal como em 2016 e 2017, observou-se um crescimento significativo do emprego entre os indivíduos com idade superior a 54 anos (Gráfico I.5.7). Em 2018, este escalão etário teve um contributo de 1,3 pp para o crescimento de 2,3% do emprego.<sup>31</sup> A importância dos escalões etários mais elevados para o crescimento do emprego é um fenómeno igualmente observável na área do

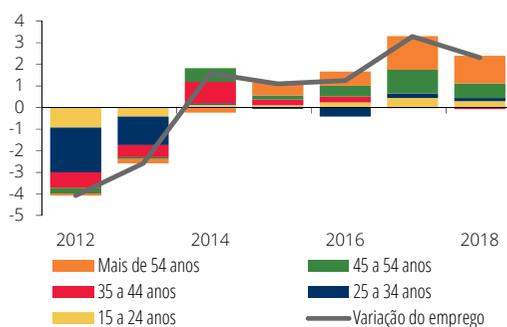
31. Entre 2015 e 2018, o aumento do emprego no escalão etário dos indivíduos com idade acima de 54 anos (163 mil indivíduos) representou cerca de metade do crescimento total do emprego neste período (318 mil indivíduos).

euro.<sup>32</sup> É de referir que as duas principais formas de contratação (contratos sem termo e contratos com termo) mantiveram crescimentos em 2018, embora menos expressivos do que os observados em 2017, permanecendo praticamente inalterados os respetivos pesos relativos na estrutura do emprego por conta de outrem.<sup>33</sup>

## VAB por trabalhador voltou a reduzir-se, mantendo esta medida de produtividade um diferencial de crescimento negativo face à área do euro

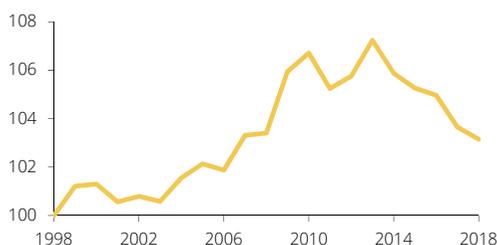
O emprego voltou a registar um crescimento superior ao do VAB, traduzindo-se numa nova queda do VAB por trabalhador em 2018. Esta medida de produtividade manteve assim o perfil decrescente observado desde 2014. A evolução relativa face à área do euro tem sido negativa, após um longo período em que o VAB por trabalhador em Portugal registou um crescimento médio superior ao da área do euro (Gráfico I.5.8). A evolução desta variável na última década é objeto de análise no Tema em destaque apresentado neste Boletim.

**Gráfico I.5.7 • Contributos por escalão etário para o crescimento do emprego | Contributos, em pontos percentuais**



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico I.5.8 • Evolução do diferencial de crescimento do VAB por trabalhador entre Portugal e a área do euro | 1998=100**



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

A queda do VAB por trabalhador desde 2014 parece resultar de diminuições da produtividade dentro de cada setor de atividade (Quadro I.5.3). O contributo da componente intersectorial, que resulta dos fluxos de trabalhadores entre setores, tem-se mantido positivo, sendo mesmo de magnitude superior ao observado entre 2009 e 2013. Tal sugere que no atual período de recuperação económica, tal como durante a anterior fase de recessão económica, ocorreu uma orientação dos fluxos de emprego para setores da economia com maior produtividade, nomeadamente os mais expostos à concorrência internacional.

32. Em 2018, o emprego nos indivíduos com idade entre os 15 e os 64 anos cresceu, em termos homólogos, 1,2% na área do euro, 2,2% em Portugal, 2,6% em Espanha e 0,6% em Itália, sendo o contributo resultante do aumento do emprego nos indivíduos com idade entre os 55 e os 64 anos de, respetivamente, 0,8, 1,1, 0,9 e 0,9 pp.

33. Desde 2010, o peso dos contratos com termo no emprego por conta de outrem tem permanecido em torno de 18,5%. No segundo semestre de 2018, este valor situou-se em 18,3%.

**Quadro I.5.3 • Contributos setoriais para a variação do VAB por trabalhador<sup>34</sup> | Taxa de variação anual, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais**

	2014	2015	2016	2017	2018	2014-2018	2009-2013
Total da economia (taxa de variação, em percentagem)	-1,0	0,3	0,0	-0,8	-0,6	-2,1	7,6
Total da economia (exc. AP e AI; taxa de variação, em percentagem)	-0,7	0,0	0,4	-0,1	-0,3	-0,7	9,2
<b>Contributos (em pp):</b>							
Agricultura, sicultura e pescas	0,1	0,3	0,0	0,2	0,0	0,7	0,4
Indústria transformadora	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,5	-0,3	2,4
Energia, água e saneamento	0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,1
Comércio, transportes, alojamento e restauração	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-1,4	5,3
Construção	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	0,6
Outros serviços	-1,3	-1,0	0,1	-0,2	0,0	-2,4	-1,3
Contributo intrasetorial	-1,7	-0,8	-0,2	-0,6	-0,6	-3,9	7,3
Contributo intersetorial	0,9	0,9	0,6	0,5	0,3	3,2	1,9

Fonte: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

## ∴ Manutenção do perfil de queda da taxa de desemprego

Para o crescimento do emprego tem contribuído o fluxo significativo de indivíduos que transitam do desemprego para o emprego. Em 2018, considerando fluxos em amostra constante (ou seja tendo em conta os indivíduos que permanecem na amostra do Inquérito ao Emprego do INE em dois trimestres consecutivos) 140 mil indivíduos transitaram em média do desemprego para o emprego em cada um dos dois semestres, enquanto 106 mil indivíduos fizeram o trajeto inverso (Quadro I.5.4).

Em 2018, a taxa de desemprego situou-se em 7,0% (Quadro I.5.5). O valor da taxa de desemprego foi o mais baixo registado em Portugal desde 2004, quando esta se situou em 6,6%. No entanto, por comparação com os valores registados em 2004, a taxa de desemprego em 2018 tem subjacente uma população ativa inferior (Quadro I.5.6). De facto, entre 2004 e 2018, a população ativa em Portugal diminuiu 3,5%. Por outro lado, apesar da redução significativa nos últimos anos, o peso do desemprego de longa duração é ainda superior ao observado em 2004. É de salientar igualmente que a taxa de desemprego em 2018 tem subjacente um contributo relativamente mais elevado dos indivíduos com idade acima dos 54 anos e com maior nível de escolaridade.

A queda da taxa de desemprego tem sido um fenómeno igualmente observável na área do euro, sendo no entanto particularmente marcada em Portugal e Espanha (Gráfico I.5.9). A redução da taxa de desemprego em Portugal tem subjacente uma queda no número de desempregados de 20,9%. Relativamente ao primeiro trimestre de 2013, quando a taxa de desemprego atingiu o máximo histórico de 17,5%, no último trimestre de 2018, o número de desempregados em Portugal era inferior em 62% (menos 578 mil desempregados).

34. Segundo o SEC 2010, nas situações em que as famílias são detentoras do alojamento que ocupam, há que estimar um valor de mercado para a renda desse alojamento – designada “renda imputada” – com base na renda de habitações similares que se encontrem efetivamente arrendadas. Em termos concretos, as rendas imputadas correspondem ao rendimento associado ao ativo que as famílias detêm sob a forma de habitações próprias e podem ser vistas como a contrapartida pelos serviços que este ativo proporciona. Na ótica da produção, o valor estimado para estes serviços é incorporado no PIB como uma componente do valor acrescentado do ramo de atividade relativo às atividades imobiliárias. Esta contabilização resulta num valor extremamente elevado do VAB neste sector e, por conseguinte, da respetiva produtividade por trabalhador. Neste contexto, optou-se por basear os cálculos dos contributos setoriais para o crescimento do VAB por trabalhador excluindo não só as administrações públicas (AP) como igualmente as atividades imobiliárias (AI).

**Quadro I.5.4 • Fluxos entre estados do mercado de trabalho (amostra constante)<sup>(1)</sup> | Milhares de indivíduos**

	2017 S1	2017 S2	2018 S1	2018 S2
<b>1 – Fluxo líquido do desemprego para o emprego</b>	51,3	43,6	49,5	17,2
Do desemprego para o emprego	176,8	166,1	156,3	122,8
Do emprego para o desemprego	125,5	122,4	106,9	105,5
<b>2 – Fluxo líquido do emprego para a inatividade</b>	-27,3	2,0	-27,5	4,9
Do emprego para a inatividade	227,7	262,0	216,2	283,2
Da inatividade para o emprego	255,0	260,0	243,7	278,3
<b>3 – Fluxo líquido da inatividade para o desemprego</b>	25,5	27,0	21,7	23,2
Da inatividade para o desemprego	152,1	158,8	127,4	130,0
Do desemprego para a inatividade	126,6	131,7	105,7	106,9
<b>Por memória:</b>				
Fluxo líquido de entrada no desemprego (3-1)	-25,8	-16,6	-27,8	5,9
Efeito amostral <sup>(2)</sup>	-27,9	-43,1	-24,2	-36,0
Variação do desemprego	-53,7	-59,7	-52,0	-30,1

Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: (1) Valores semestrais calculados com base nos fluxos trimestrais em amostra constante (indivíduos que permanecem na amostra do Inquérito ao Emprego em dois trimestres consecutivos). (2) O efeito amostral representa a diferença entre os fluxos em amostra constante e os fluxos em amostra simples (totalidade da amostra), refletindo o impacto da renovação trimestral da amostra (1/6 da amostra total) e as alterações na composição dos indivíduos que permanecem nos restantes 5/6 da amostra.

**Quadro I.5.5 • Indicadores sobre a evolução recente do desemprego em Portugal | Em percentagem da população ativa, salvo indicação em contrário**

	Milhares de indivíduos em 2018	2014	2015	2016	2017	2018	2017		2018	
							S1	S2	S1	S2
<b>Desemprego total (taxa de variação homóloga em %)</b>	365,9	-15,1	-11,0	-11,4	-19,2	-20,9	-17,9	-20,7	-22,7	-19,0
<b>Taxa de desemprego</b>	–	13,9	12,4	11,1	8,9	7,0	9,5	8,3	7,3	6,7
Por escalões etários (1):										
Entre 15 e 24 anos	75,5	34,8	32,0	28,0	23,9	20,3	23,9	23,9	20,7	20,0
Entre 25 e 34 anos	76,6	15,5	13,1	12,5	9,7	7,5	10,5	8,9	8,0	7,1
Entre 35 e 44 anos	81,1	11,7	10,2	8,5	7,2	5,9	7,9	6,4	6,2	5,5
Entre 45 e 54 anos	70,5	11,4	10,7	9,7	7,2	5,3	7,9	6,5	5,5	5,2
Mais de 54 anos	62,2	10,5	10,0	8,9	7,2	5,5	7,6	6,8	5,8	5,1
<b>Taxa de subutilização do trabalho (2)</b>	743,9	23,0	21,4	19,5	16,5	13,7	17,4	15,7	14,3	13,1
<b>Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) (3)</b>	188,0	66,0	63,9	62,5	58,1	51,4	59,3	56,6	53,2	49,4
<b>Desemprego de muito longa duração (em % do desemprego total) (4)</b>	132,0	46,8	47,8	47,5	41,8	36,0	40,5	43,4	36,8	35,3
<b>Inativos desencorajados (em % da população ativa)</b>	184,6	5,2	5,0	4,6	4,1	3,5	4,1	4,1	3,5	3,5

Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: (1) Valores calculados em percentagem da população ativa em cada escalão etário. (2) Agrega a população desempregada, o subemprego de trabalhadores a tempo parcial, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis e os inativos disponíveis mas que não procuram ativamente emprego (desencorajados). Para efeito de cálculo desta taxa, a população ativa inclui igualmente estes inativos. (3) O desemprego de longa duração inclui os indivíduos desempregados há 12 ou mais meses. (4) O desemprego de muito longa duração inclui os indivíduos desempregados há dois ou mais anos.

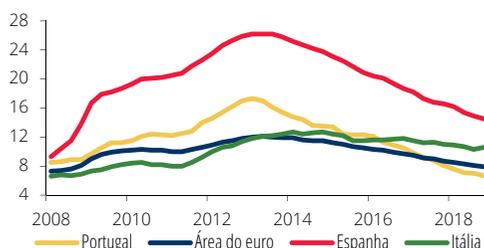
Tal como em 2017, a queda da taxa de desemprego refletiu em grande parte a redução da incidência do chamado desemprego de muito longa duração (indivíduos desempregados há dois ou mais anos), embora com menor intensidade, com reflexos igualmente na diminuição da duração mediana do desemprego (Gráfico I.5.10). No último trimestre de 2018, o peso do desemprego de muito longa duração no desemprego total era de 35%, traduzindo uma queda significativa em relação ao valor de 48% observado no último trimestre de 2016. No mesmo período, a duração mediana do desemprego diminuiu de 23 para 12 meses.

**Quadro I.5.6 • Caracterização do desemprego em 2004, 2013 e 2018 | Em percentagem da população ativa, salvo indicação em contrário**

	2004	2013	2018
Taxa de desemprego	6,6	16,2	7,0
Número de desempregados	359,1	855,2	365,9
População ativa	5 421,4	5 284,6	5 232,6
<b>Peso por escalão etário:</b>			
15 a 24 anos	1,6	2,8	1,4
25 a 34 anos	1,9	4,2	1,5
35 a 44 anos	1,4	3,9	1,5
45 a 54 anos	1,1	3,3	1,3
55 a 64 anos	0,6	1,9	1,1
65 anos ou mais	0,0	0,1	0,1
<b>Peso por nível de escolaridade:</b>			
Nenhum	0,2	0,5	0,1
Básico - 1º e 2º ciclos	3,3	5,0	1,6
Básico - 3º ciclo	1,5	4,0	1,6
Secundário	0,9	4,0	2,3
Superior	0,7	2,6	1,4
<b>Peso do desemprego de longa duração (em %)</b>	<b>48,0</b>	<b>62,7</b>	<b>51,4</b>

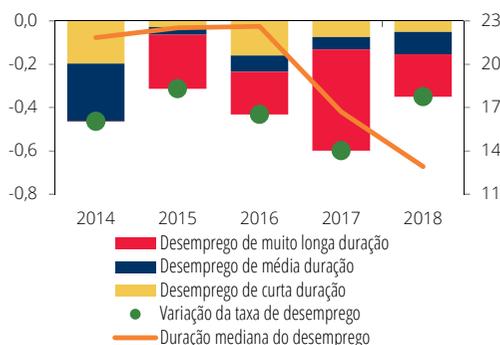
Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico I.5.9 • Evolução da taxa de desemprego em Portugal e na área do euro | Valores trimestrais, em percentagem da população ativa**



Fonte: Eurostat. | Nota: A taxa de desemprego apresentada é calculada para o subgrupo etário dos 15 aos 74 anos, conforme divulgação do Eurostat, o que difere do critério adotado nas estimativas trimestrais do INE (15 e mais anos). Valores corrigidos de sazonalidade.

**Gráfico I.5.10 • Contributos para a variação da taxa de desemprego por escalões de duração e duração mediana do desemprego | Contributos, em pontos percentuais, duração do desemprego, em meses**



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desemprego de curta duração corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração aos desempregados há 24 ou mais meses. Duração mediana calculada como média móvel de dois semestres das durações medianas.

## Indicadores disponíveis apontam para a redução do grau de subutilização do trabalho em Portugal

A queda rápida e acentuada do desemprego no período mais recente coloca a questão da margem de subutilização existente no mercado de trabalho em Portugal. De acordo com o *Inquérito aos Custos de Contexto* divulgado pelo INE no final de julho de 2018, as dificuldades na contratação de trabalhadores e o acesso a técnicos qualificados por parte das empresas foram identificados como os domínios que

registaram maior aumento entre 2014 e 2017. Adicionalmente, de acordo com os Inquéritos de Opinião da Comissão Europeia, a percentagem de empresas que indica a insuficiência de trabalho como fator limitativo à produção aumentou desde o início de 2017, em particular na construção (Gráfico I.5.11).

O grau de subutilização do trabalho reflete o equilíbrio entre a procura de trabalho por parte das empresas e a oferta de trabalho pelos indivíduos. A informação disponível aponta para a manutenção do dinamismo da procura de trabalho, com os indicadores setoriais sobre as perspetivas de emprego a registarem um perfil ascendente e a situarem-se acima dos valores observados antes da crise financeira internacional (Gráfico I.5.12).

**Gráfico I.5.11 • Percentagem de empresas que indica a insuficiência de trabalho como fator limitativo à produção | Em percentagem do número de empresas da amostra**



Fonte: Comissão Europeia (Inquéritos de Opinião).

**Gráfico I.5.12 • Avaliação das perspetivas de emprego nos próximos 3 meses | Saldo de respostas extremas, corrigido de variações sazonais**



Fonte: Comissão Europeia (Inquéritos de Opinião).

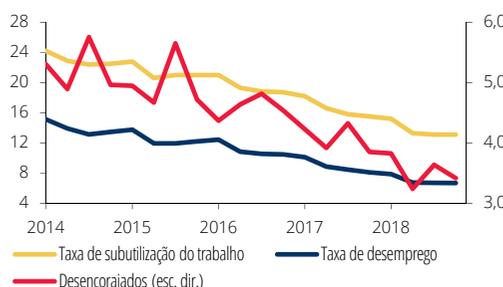
Para avaliar o nível global de subutilização do trabalho é importante considerar medidas mais abrangentes do que apenas a taxa de desemprego. De facto, o crescimento do emprego pode estar associado não só a uma redução do desemprego mas também à transição de indivíduos para o emprego que anteriormente eram considerados como inativos porque, por exemplo, não procuravam ativamente emprego. Neste âmbito, vários indicadores alternativos apontam igualmente para a redução significativa do grau de subutilização do trabalho em Portugal. O número de indivíduos sem emprego que afirma querer trabalhar embora não procure ativamente emprego tem diminuído significativamente<sup>35</sup>, destacando-se, entre estes, o subgrupo constituído pelos indivíduos que se encontram disponíveis para trabalhar (designados por desencorajados). Por seu turno, a taxa de subutilização do trabalho calculada pelo INE tem apresentado um perfil de queda mais marcado do que o da taxa de desemprego (Gráfico I.5.13).<sup>36</sup> No último trimestre de 2018, a taxa de subutilização do trabalho situou-se em 13,1%, o que representa uma redução de 2,4 pp face ao último trimestre de 2017 (no mesmo período a taxa de desemprego diminuiu 1,4 pp).

Estes indicadores sugerem que a margem de crescimento do emprego por incorporação de desempregados ou de indivíduos inativos mas vinculados ao mercado de trabalho reduziu-se no período mais recente. A utilização mais intensiva dos trabalhadores existentes oferece uma margem adicional para as empresas expandirem a sua capacidade produtiva, num contexto em que se observa um aumento do nível de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora e nos serviços para valores próximos dos registados antes do eclidir da crise económica e financeira internacional (Gráfico I.5.14).

35. Estes indivíduos são designados na literatura por inativos marginalmente vinculados ao mercado de trabalho (*marginally attached*). Em 2018, o número de indivíduos nesta situação registou uma queda de 12,0 %, situando-se em 293 mil.

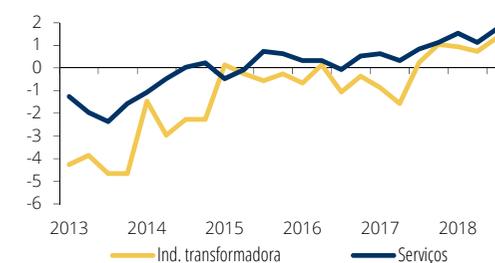
36. A taxa de subutilização do trabalho é um indicador calculado pelo INE que agrega a população desempregada, o subemprego de trabalhadores a tempo parcial, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis e os inativos disponíveis mas que não procuram emprego.

**Gráfico I.5.13 • Indicadores de subutilização do trabalho | Em percentagem da população ativa**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico I.5.14 • Nível de utilização da capacidade produtiva na indústria e nos serviços | Diferença face à média desde 2000 (indústria) e 2011 (serviços)**



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O nível de utilização da capacidade produtiva é reportado pelas empresas em percentagem da capacidade produtiva total. Os valores respeitantes ao nível de utilização nos serviços encontram-se expressos face à média da série desde o terceiro trimestre de 2011, data a partir da qual esta informação passou a ser compilada.

Neste contexto, é de sublinhar que, de acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, o número de trabalhadores que trabalha a tempo parcial porque não encontra um trabalho a tempo completo (subemprego de trabalhadores a tempo parcial) tem vindo a diminuir. No último trimestre de 2018, o número de indivíduos nesta situação era de 164 mil, o que representa uma queda de 19,4% em termos homólogos. No mesmo período, o número de trabalhadores com trabalho a tempo completo que afirmava estar disponível para trabalhar mais horas e com maior remuneração registou uma redução de 8,0%.

## Manutenção do perfil de crescimento da população ativa num cenário demográfico adverso, com redução e envelhecimento da população

Na medida em que os indicadores disponíveis apontam para a redução da subutilização do trabalho, o potencial de crescimento do emprego a médio prazo dependerá em larga medida do aumento da oferta de trabalho. Em 2018, a população ativa cresceu 0,3%, o que compara com um aumento de 0,8% em 2017 (Quadro I.5.7).

**Quadro I.5.7 • Indicadores sobre a evolução recente do desemprego em Portugal | Em percentagem da população ativa, salvo indicação em contrário**

	Milhares de indivíduos em 2018	2014	2015	2016	2017	2018	2017		2018	
							S1	S2	S1	S2
<b>População</b>	10 264,1	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Menos de 15 anos	1412,3	-2,2	-2,2	-1,6	-1,1	-1,4	-1,2	-1,0	-1,3	-1,4
Entre 15 e 24 anos	1088,2	-1,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3
Entre 25 e 34 anos	1124,4	-3,6	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-2,7	-2,7	-2,3	-1,9
Entre 35 e 44 anos	1497,2	-0,9	-1,2	-1,3	-1,6	-1,9	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9
Entre 45 e 54 anos	1522,5	0,0	-0,4	0,0	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
Mais de 54 anos	3619,5	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>População ativa</b>	5232,6	-1,1	-0,6	-0,3	0,8	0,3	0,9	0,7	0,4	0,1
Entre 15 e 24 anos	371,9	-2,9	-2,2	-1,4	1,9	0,2	0,2	3,7	-0,4	0,8
Entre 25 e 34 anos	1016,4	-3,8	-3,1	-2,7	-2,0	-1,6	-2,6	-1,5	-1,3	-2,0
Entre 35 e 44 anos	1384,2	0,4	-0,7	-1,0	-1,5	-1,7	-0,9	-2,2	-1,6	-1,7
Entre 45 e 54 anos	1322,5	-0,1	-0,1	0,9	1,4	0,6	1,2	1,7	1,1	0,2
Mais de 54 anos	1137,5	-0,9	2,5	2,0	5,7	4,1	6,8	4,6	4,0	4,2
<b>Taxa de atividade (em % da população)</b>	-	50,3	50,3	50,2	50,7	51,0	50,6	50,9	50,9	51,1
<b>Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)</b>	-	73,2	73,4	73,7	74,7	75,1	74,2	75,1	75,0	75,3

Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal.

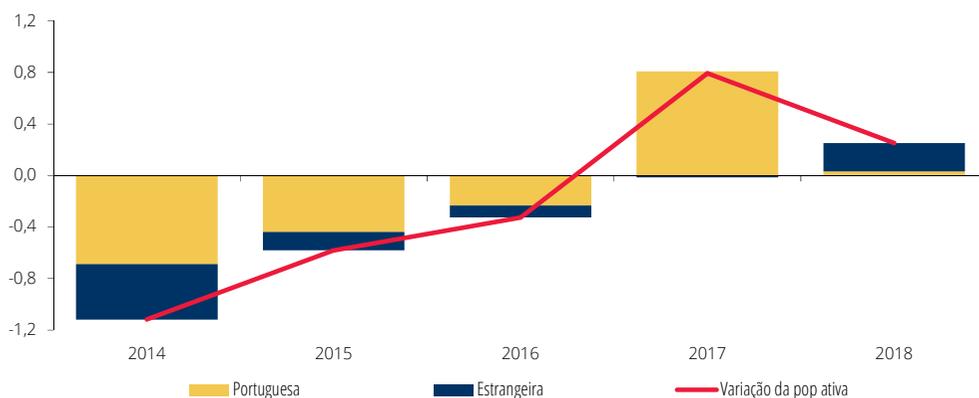
O perfil de recuperação da população ativa, após quedas sucessivas entre 2011 e 2016, ocorre num cenário de evolução demográfica adversa, com a manutenção da tendência de redução da população residente e respetivo envelhecimento.

Em 2018, a população residente terá registado uma queda de 0,2%. Tal como observado nos últimos anos, a população diminuiu em todos os escalões etários até aos 44 anos e registou um aumento nos escalões superiores, em particular no escalão etário superior a 54 anos. O envelhecimento da população tem um impacto negativo sobre a população ativa devido às taxas de atividade tipicamente mais baixas nos escalões etários mais elevados.<sup>37</sup>

A evolução favorável da população ativa no período mais recente beneficiou do aumento da taxa de atividade nos escalões etários mais elevados e, em menor grau, do saldo migratório positivo observado a partir de 2017 e da manutenção da tendência de longo prazo de aumento da taxa de atividade feminina.<sup>38</sup> Neste contexto, é importante salientar o peso crescente dos indivíduos com nacionalidade estrangeira na população ativa no período mais recente. Em 2018, a população ativa estrangeira teve um contributo de 0,2 pp para o crescimento de 0,3% da população ativa em Portugal (Gráfico I.5.15).

O crescimento da taxa de atividade nos escalões etários mais elevados observa-se igualmente no conjunto da área do euro. Para além do dinamismo da procura de trabalho por parte das empresas, este fenómeno estará igualmente associado ao aumento da esperança média de vida da população. Na última década, o envelhecimento da população terá levado vários países a desenvolver medidas de reforma dos sistemas de pensões, visando a sua sustentabilidade financeira, sendo o aumento da idade legal de reforma uma das medidas mais usadas. O aumento da esperança de vida *per se* poderá igualmente motivar um prolongamento da vida ativa, na medida em que alguns indivíduos podem optar por manter-se empregados para além da idade mínima de reforma, evitando períodos longos de inatividade e minimizando a materialização do risco de pobreza. Finalmente, na medida em que as taxas de atividade tendem a aumentar com o nível de escolaridade da população, a evolução da taxa de atividade nos escalões etários mais altos poderá estar igualmente a refletir possíveis efeitos de composição associados ao aumento significativo do nível de escolaridade entre a população mais idosa.

**Gráfico I.5.15 • Evolução da população ativa por nacionalidade | Contributo para o crescimento, em pontos percentuais**



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal.

37. Em 2018, o peso da população residente com mais de 54 anos na população total situou-se em 35%, o que traduz um aumento de 8 pp face ao valor observado em 2000.

38. Em Portugal, a taxa de atividade para os indivíduos com idade entre os 55 e os 64 anos aumentou de 54,4%, em 2013, para 63,4%, em 2018. Por seu turno, a taxa de atividade feminina situou-se em 47,5%, um valor superior em 2,6 pp ao observado em 2000.

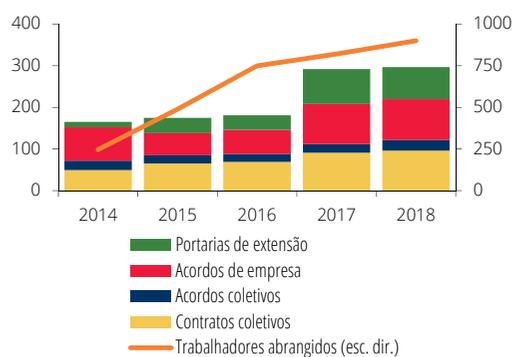
## • A melhoria das condições no mercado de trabalho tem-se refletido num maior crescimento dos salários

Tal como na área do euro, a melhoria das condições no mercado de trabalho em Portugal tem-se refletido num maior crescimento dos salários. Em 2018, as remunerações por trabalhador no conjunto da economia apresentaram um crescimento de 2,2% (1,6% em 2017), enquanto as remunerações base por trabalhador declaradas à Segurança Social registaram um crescimento médio de 2,4%, o que representa uma aceleração face ao valor de 1,7% observado em 2017 (Gráfico I.5.16). A evolução das remunerações reflete igualmente o maior dinamismo da contratação coletiva em Portugal. Em 2018, foram publicados 311 novos instrumentos de regulamentação coletiva, abrangendo cerca de 900 mil trabalhadores, que se traduziram num crescimento das remunerações médias convencionadas de 3,3% (Gráfico I.5.17). Dada a sua importância crescente na distribuição salarial em Portugal, o crescimento das remunerações em 2018 refletiu igualmente o aumento do salário mínimo nacional.<sup>39</sup> No início de 2018, o salário mínimo nacional aumentou de 557 para 580 euros, o que se traduz num aumento acumulado de 19,6% desde o final de 2014.

**Gráfico I.5.16 • Indicadores de evolução salarial | Taxa de variação, em percentagem**



**Gráfico I.5.17 • Instrumentos de regulamentação coletiva publicados e número de trabalhadores abrangidos | Em milhares**



Fontes: INE, Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social e Direção-Geral do Emprego e das Relações do Trabalho.

Fonte: Direção-Geral do Emprego e das Relações do Trabalho.

39. De acordo com o *Inquérito aos Ganhos e à Duração do Trabalho*, divulgado pelo Gabinete de Estratégia e Planeamento do MTSS, em outubro de 2017, a percentagem de trabalhadores com uma remuneração igual ao salário mínimo nacional era de 21,6%, um valor que compara com 7,4% em outubro de 2008. A informação obtida a partir dos registos no Fundo de Compensação do Trabalho mostra que, nos primeiros seis meses de 2018, 40% dos novos contratos tiveram uma remuneração igual ao salário mínimo nacional.

#### Caixa 4 • Contributo do setor do comércio e reparação para a atividade e emprego

O setor do comércio por grosso e a retalho e de reparação automóvel teve um papel importante na recuperação económica que se seguiu à crise das dívidas soberanas em Portugal. Esta caixa caracteriza brevemente o setor e apresenta uma quantificação do seu contributo para o crescimento do VAB e do emprego no período de expansão recente.

Este setor é dividido em três grandes subsectores:

- a CAE 45 referente ao comércio, manutenção e reparação de veículos automóveis e motociclos;
- a CAE 46 relativa ao comércio por grosso, incluindo agentes, exceto de veículos automóveis e motociclos, que engloba as atividades de revenda de mercadorias a retalhistas, a intermediários e a consumidores industriais, comerciais, institucionais ou outros profissionais;
- e a CAE 47 relativa ao comércio a retalho, exceto de veículos automóveis e motociclos que se refere à revenda de artigos novos ou usados ao público em geral, destinados ao consumo.

A atividade deste setor é fundamental numa economia ao canalizar os bens dos produtores para os consumidores, permitindo ao produtor alcançar um maior número de mercados e aumentar a diversidade de bens que são colocados à disposição do consumidor.

Em Portugal, o setor é constituído sobretudo por micro e pequenas empresas, que representam 98,7% do total das empresas (números referentes a 2017) (Quadro C4.1). As grandes empresas constituem apenas 0,2% do total, mas representam 36,4% do volume de negócios do setor. Comparando com o universo de sociedades não financeiras, o setor do comércio e reparação abrange 25% do número total das empresas em Portugal.

#### Quadro C4.1 • Caracterização do setor do comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos | Em percentagem e número de empresas

	Distribuição do número de empresas <sup>(1)</sup>						
	Microempresas	Peq. empresas	Médias empresas	Grandes empresas	Número de empresas <sup>(1)</sup>	Peso no VAB do setor <sup>(2)</sup>	Peso no emprego do setor <sup>(2)</sup>
<b>G – Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos</b>	90,1	8,6	1,1	0,2	107 003	100	100
45 – Comércio, manutenção e reparação, de veículos automóveis e motociclos	91,3	7,5	1,1	0,2	16 045	8,7	13,2
46 – Comércio por grosso (inclui agentes), exceto de veículos automóveis e motociclos	86,8	11,3	1,7	0,2	37 579	50,4	28,7
47 – Comércio a retalho, exceto de veículos automóveis e motociclos	92,2	7,0	0,7	0,2	53 379	41,0	58,2

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: (1) Os dados referentes ao número de empresas são de 2017. De acordo com a legislação em vigor, microempresas têm menos de 10 empregados e um volume de negócios e/ou balanço total anual inferior a 2 milhões de euros. As pequenas empresas empregam menos de 50 pessoas e possuem um volume de negócios anual ou balanço total anual não superior a 10 milhões de euros. As médias empresas são empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros. Desta forma, as grandes empresas correspondem àquelas que não pertencem a nenhuma das categorias referidas anteriormente. (2) Os valores dos pesos no VAB e emprego referem-se a dados de 2016.

Em termos de idade das empresas, em 2017, 34,7% das empresas tinham até cinco anos, 15,9% entre seis e 10 anos, 24,1% entre 11 e 20 anos e 25,3% existem há mais de 20 anos.

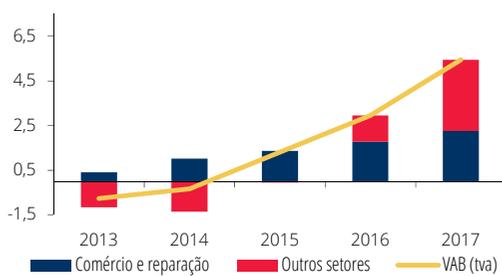
A produção deste setor corresponde ao serviço de distribuição de bens. Para medir a produção deste setor é necessário atribuir um valor a este serviço de distribuição, que não corresponde diretamente ao valor dos bens distribuídos, mas sim à margem comercial, isto é, a diferença entre o preço da venda

efetivo ou imputado obtido com um bem adquirido para revenda e o preço que teria de ser pago pelo distribuidor para substituir o bem no momento em que este é objeto da venda ou de outra forma de cedência. O VAB deste setor é depois obtido subtraindo à produção o valor dos consumos intermédios, isto é, dos bens e serviços consumidos durante o processo de distribuição de bens.

Entre 2013 e 2017, o VAB do setor do comércio por grosso e a retalho e de reparação de veículos automóveis e motociclos apresentou um crescimento real acumulado de 15,8%, o que compara com 5,4% no total da economia. Assim, o contributo deste setor para o crescimento do VAB ascendeu a 2,3 pp, o que representa 41,5% do total de crescimento da economia (Gráfico C4.1). Numa perspetiva de médio prazo, o setor foi bastante resiliente durante as crises económica e financeira e das dívidas soberanas, apresentando praticamente em todo o período crescimentos anuais positivos do VAB, encontrando-se assim acima do nível registado em 2008.

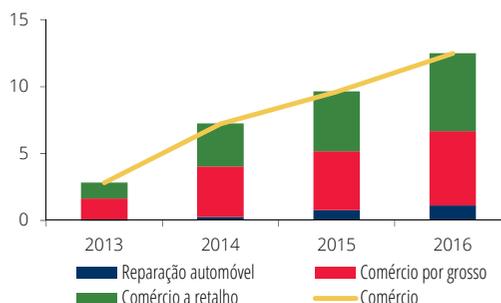
Em termos de subsetores, o comércio por grosso e o comércio a retalho deram um contributo equivalente para o crescimento acumulado do VAB do setor do comércio, no período de 2013 a 2016, último ano para o qual há dados disponíveis (5,6 e 5,8 pp, respetivamente) (Gráfico C4.2). O contributo do setor do comércio e reparação automóvel foi de 1,1 pp.

**Gráfico C4.1 • Contributo setorial para a variação do VAB – Valores acumulados | Taxa de variação anual, em percentagem e contributos em pontos percentuais**



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico C4.2 • Contributo subsetorial para a variação do VAB do comércio – Valores acumulados | Taxa de variação anual, em percentagem e contributos em pontos percentuais**



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

O contributo do setor do comércio para o crescimento do VAB é dos mais elevados na área do euro, sendo inferior apenas ao registado em Itália. Por exemplo, o setor representou 21,7% do crescimento acumulado do VAB em Espanha e 15,4% na área do euro, no período 2013-17 (Gráfico C4.3).

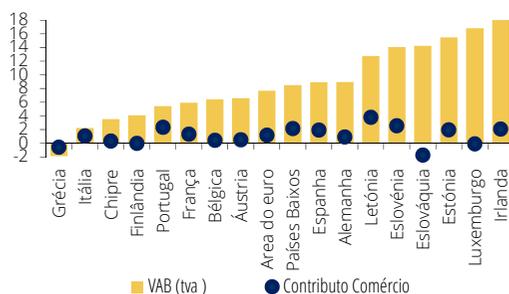
Estas diferenças refletem essencialmente um maior dinamismo relativo do VAB do setor em Portugal e, em menor grau, o maior peso do setor no VAB total em Portugal (Gráfico C4.4). Em resultado da evolução no período de recuperação, o peso do setor no total do VAB aumentou mais significativamente em Portugal, de 13,1% em 2000 para 15,2% em 2017.

O emprego (medido pelo número de trabalhadores) no setor do comércio e reparação cresceu também a um ritmo superior ao do emprego no total da economia no período 2013-17 (12,9 e 4,8%, respetivamente) (Gráfico C4.5). O principal contributo subsetorial para o crescimento do emprego foi registado no comércio a retalho, não tendo o comércio por grosso recuperado das diminuições de emprego ocorridas durante o período de ajustamento económico (Gráfico C4.6).

O setor foi responsável por 26% do crescimento acumulado do emprego no total da economia no período 2013-17, um dos valores mais elevados na área do euro (Gráfico C4.7). O peso do emprego no setor no total do emprego da economia aumentou entre 2000 e 2017, de 13,1% para 15,2%, sendo estes valores relativamente próximos dos observados na área do euro (Gráfico C4.8).

Refira-se, ainda assim, que nos anos mais recentes o crescimento económico em Portugal foi baseado num conjunto relativamente diversificado de setores, tendo o contributo do setor do comércio e reparação assumido um papel menos relevante, em termos de crescimento do VAB e do emprego.

**Gráfico C4.3 • Comparação internacional do crescimento do VAB e contributo do setor do comércio – Valores acumulados 2013-17 | Taxa de variação acumulada, em percentagem e contributos em pontos percentuais**



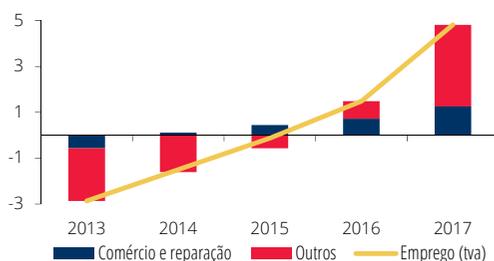
Fontes: Eurostat, INE, (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: a taxa de VAB irlandês corresponde a 57,5%.

**Gráfico C4.4 • Peso do setor do comércio no total do VAB | Em percentagem**



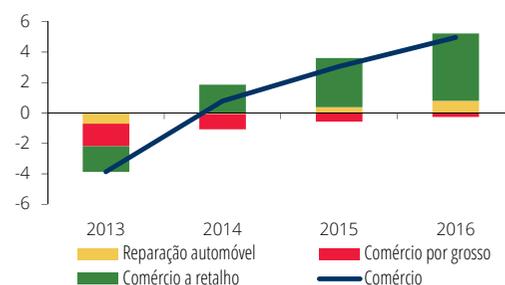
Fontes: Eurostat, INE, (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico C4.5 • Contributo setorial para a variação do emprego (número de trabalhadores) – Valores acumulados | Taxa de variação anual, em percentagem e contributos em pontos percentuais**



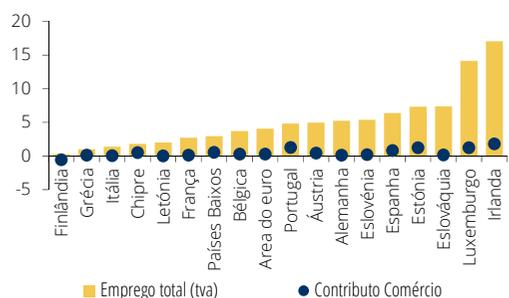
Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico C4.6 • Contributo subsetorial para a variação do emprego no setor do comércio – Valores acumulados | Taxa de variação anual, em percentagem e contributos em pontos percentuais**



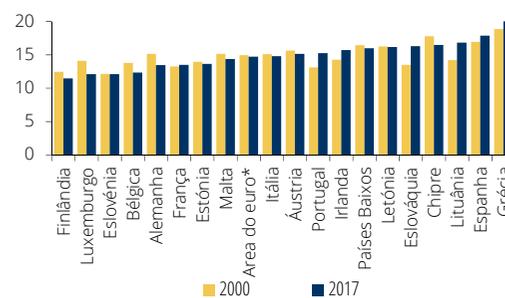
Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico C4.7 • Comparação internacional do crescimento do emprego e contributo do setor do comércio – Valores acumulados 2013-2017 | Taxa de variação acumulada, em percentagem e contributos em pontos percentuais**



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico C4.8 • Peso do setor do comércio no total do emprego | Em percentagem**



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (\*) A observação mais recente corresponde a 2016.

## 6 Procura

... A atividade económica desacelerou em 2018, em linha com  
... o observado na área do euro

Em 2018, a atividade económica em Portugal apresentou um crescimento real de 2,1%, inferior ao observado em 2017 (2,8%) (Quadro I.6.1). Esta evolução acompanhou os desenvolvimentos cíclicos observados na área do euro. O PIB real ultrapassou em 2018 o nível observado em 2008, situando-se 1,2% acima desse nível (Gráfico I.6.1).

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

	% do PIB em 2017	2014	2015	2016	2017	2018	2017		2018	
							S1	S2	S1	S2
<b>PIB</b>	100,0	0,9	1,8	1,9	2,8	2,1	3,1	2,5	2,4	1,9
Procura interna	99,2	2,2	2,7	2,0	3,0	2,8	2,9	3,2	2,7	2,8
Consumo privado	64,8	2,3	2,3	2,4	2,3	2,5	2,2	2,4	2,5	2,6
Consumo público	17,5	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,8	-0,2	0,6	1,0	0,7
Investimento	16,9	5,3	6,4	1,7	9,2	5,7	9,3	9,2	5,5	6,0
FBCF	16,6	2,3	5,8	2,3	9,2	4,4	10,8	7,7	4,6	4,3
Variação de existências <sup>(a)</sup>	0,3	0,5	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,2	0,3
Exportações	42,7	4,3	6,1	4,4	7,8	3,6	9,0	6,7	5,9	1,4
Importações	41,9	7,8	8,5	4,7	8,1	4,9	8,3	7,9	6,5	3,3
Contributo da procura interna líquida de importações <sup>(b)</sup>		0,3	1,1	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,5
Contributo das exportações líquidas de importações <sup>(b)</sup>		0,6	0,6	0,9	1,5	0,8	1,8	1,3	1,2	0,5
<i>Por memória:</i>										
PIB – taxa de variação em cadeia							1,3	1,2	1,2	0,7
Procura interna (exc. variação de existências)	98,9	1,8	2,6	2,1	3,0	2,5	3,1	2,9	2,6	2,5

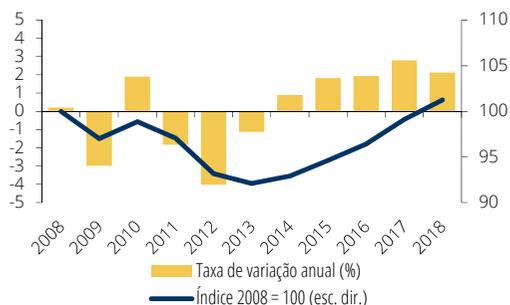
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: (a) Contributos para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais. (b) Contributos para a taxa de variação real do PIB líquidos de importações, em pontos percentuais. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2015. Para mais informações, ver a Caixa 4, “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa”, no *Boletim Económico* de março de 2019.

... A desaceleração da atividade refletiu o abrandamento das exportações  
... e, em menor grau, da FBCF

O abrandamento do PIB em 2018 refletiu o menor contributo das exportações líquidas do respetivo conteúdo importado para o crescimento, de 1,5 pp em 2017 para 0,8 pp em 2018. O contributo líquido da procura interna para o crescimento manteve-se inalterado em 1,3 pp, mas com alguma recomposição entre rubricas. Verificou-se um aumento do contributo do consumo privado (de 0,6 pp em 2017 para 0,8 pp em 2018) a par de um menor contributo do investimento (de 0,7 pp em 2017 para 0,4 pp) (Gráfico I.6.2). Este menor contributo do investimento resultou da desaceleração da FBCF,

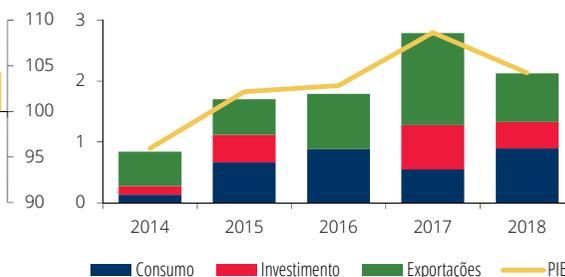
em particular da componente empresarial. O abrandamento das exportações é o fator subjacente também à desaceleração da atividade na área do euro (Gráfico I.6.3).

**Gráfico I.6.1 • PIB real | Taxa de variação anual, em percentagem, e índice 2008 = 100**



Fonte: INE.

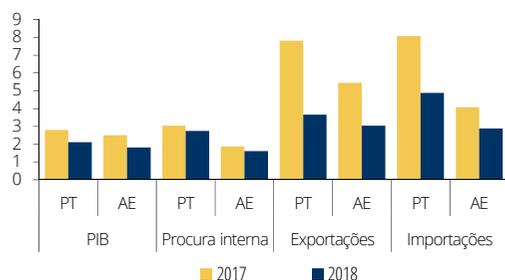
**Gráfico I.6.2 • Contributos líquidos para a taxa de variação anual do PIB | Em percentagem e pontos percentuais**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: A diferença entre a soma dos contributos e a taxa de variação do PIB deve-se à não aditividade das componentes nos dados encadeados em volume.

Em 2018, observou-se uma diminuição da confiança na indústria transformadora em Portugal, um setor que está mais exposto aos desenvolvimentos externos, enquanto a confiança nos restantes setores, mais dependentes do mercado interno, se manteve em níveis relativamente elevados (Gráfico I.6.4).

**Gráfico I.6.3 • Decomposição do crescimento do PIB em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fontes: Eurostat e INE.

**Gráfico I.6.4 • Confianças setoriais | Saldo de respostas extremas em media anual estandardizada**



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Foi considerada a média anual do saldo de respostas extremas mensal das categorias consideradas. O processo de estandardização consistiu em desvios face à média dos últimos 10 anos, dividindo pelo respetivo desvio-padrão nesses 10 anos.

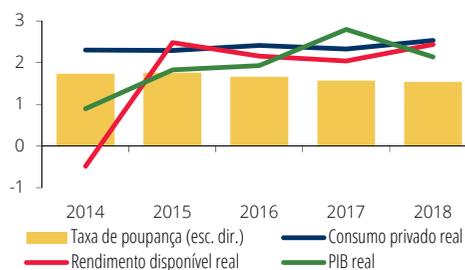
Em termos de perfil intra-anual, o crescimento da atividade foi menor na segunda metade do ano, prolongando uma tendência de abrandamento que se observa desde meados de 2017. Esta evolução foi determinada pelo comportamento das exportações, enquanto o contributo da procura interna líquida dos respetivos conteúdos importados para o crescimento aumentou no segundo semestre de 2018, essencialmente refletindo um maior contributo líquido do consumo privado (Quadro I.6.1).

## · Ligeira aceleração do consumo privado em linha com evolução do rendimento disponível

O consumo privado apresentou um crescimento anual de 2,5% em 2018 (2,3% em 2017). O crescimento do consumo privado tem-se situado em torno de 2,4% desde 2014, excedendo ligeiramente o ritmo de crescimento médio anual do rendimento disponível real e do PIB no mesmo período (Gráfico I.6.5). Estes desenvolvimentos têm-se traduzido na manutenção da taxa de poupança em níveis historicamente baixos.

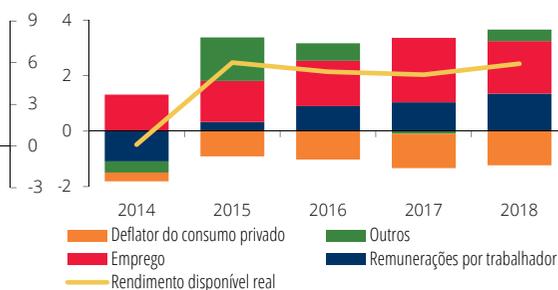
As principais determinantes do consumo privado mantiveram um desenvolvimento favorável em 2018. O rendimento disponível real cresceu ligeiramente acima do observado em 2017, num contexto em que a aceleração dos salários nominais compensou o menor dinamismo do emprego e se observou um maior crescimento das transferências recebidas pelas famílias, refletindo, em particular, a evolução da despesa com pensões (Gráfico I.6.6) (Capítulo 4). A confiança dos consumidores registou algum recuo ao longo de 2018, mas manteve-se próxima de níveis máximos. A manutenção de condições financeiras favoráveis – custos mais baixos de empréstimos e maior facilidade de acesso ao crédito – continuou a suportar o dinamismo do consumo das famílias, especialmente em bens duradouros (Caixa 5). O processo de desalavancagem das famílias prosseguiu em 2018, mas a um ritmo mais lento (Capítulo 3).

**Gráfico I.6.5 • Consumo privado, rendimento disponível, PIB e taxa de poupança | Taxa de variação em percentagem e em percentagem do rendimento disponível**



Fonte: INE.

**Gráfico I.6.6 • Variação anual do rendimento disponível real e contributos | Em percentagem e pontos percentuais**



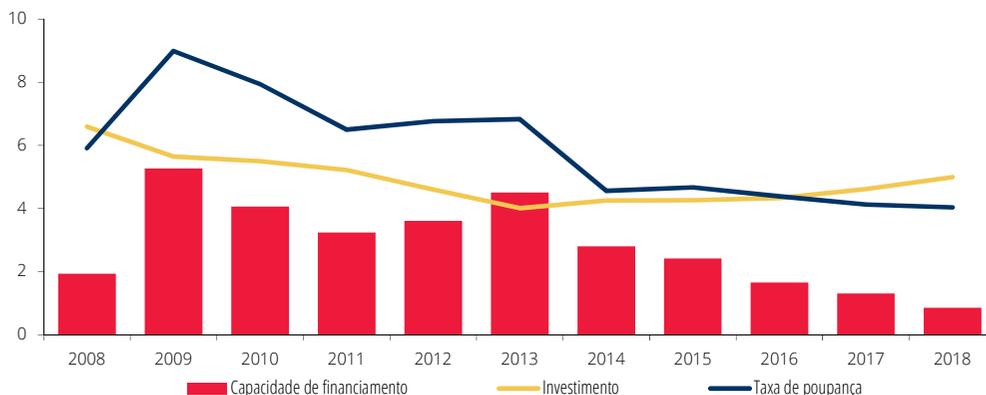
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Num contexto de estabilização da taxa de poupança, o aumento do investimento dos particulares em percentagem do rendimento disponível implicou uma redução da sua capacidade de financiamento em 2018 (Gráfico I.6.7).

Relativamente à composição do consumo privado em 2018, observou-se uma aceleração do consumo corrente, que apresentou uma taxa de crescimento de 2,3%, face a 1,9% no ano anterior. Em contraste, a despesa das famílias em bens duradouros cresceu a um ritmo menor (5,0%, após 6,2% em 2017). Estes desenvolvimentos prolongam as tendências dos últimos anos (Gráfico I.6.8).

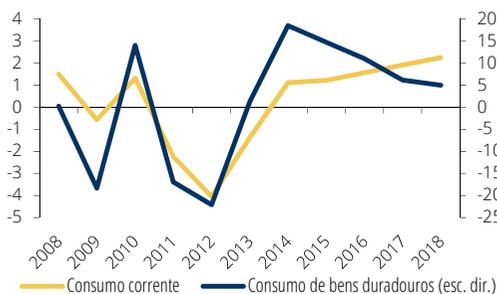
A desaceleração do consumo de bens duradouros foi extensiva à componente de automóveis e de outros bens duradouros. O forte crescimento do consumo de bens duradouros nos últimos anos está relacionado com a realização de decisões de despesa que foram adiadas durante a recessão e tem sido suportado pelo recurso ao crédito. Tem-se observado um aumento da fração de consumo de bens duradouros financiada com recurso a crédito, para níveis que se situam acima dos observados em 2010 (Gráfico I.6.9). O stock de bens duradouros reduziu-se significativamente durante o período recessivo e, não obstante uma recuperação no período mais recente, ainda se situa abaixo dos níveis observados antes da crise (Gráfico I.6.10).

**Gráfico I.6.7 • Investimento, poupança e capacidade de financiamento dos particulares | Em percentagem do rendimento disponível**



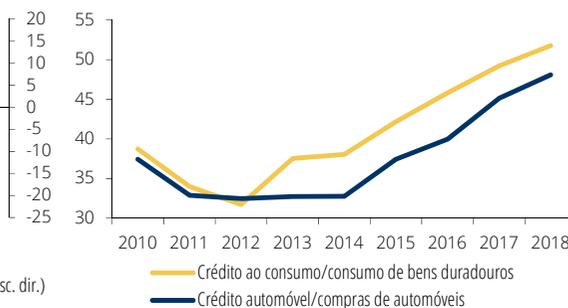
Fonte: INE.

**Gráfico I.6.8 • Taxa de variação anual do consumo corrente e de bens duradouros | Em percentagem**



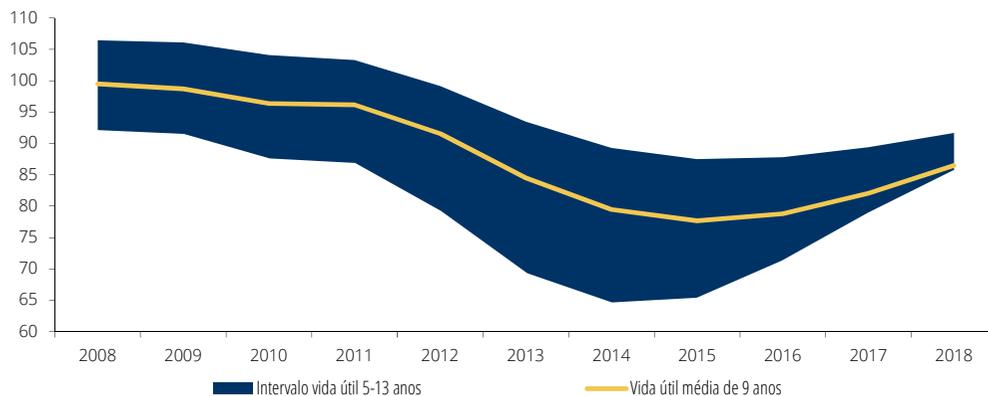
Fonte: INE.

**Gráfico I.6.9 • Novos empréstimos aos consumidores concedidos por instituições financeiras residentes | Em percentagem do consumo de bens duradouros e do consumo de automóveis**



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: Não inclui o crédito *revolving* (i.e., os cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto) atendendo a que, para esse tipo de crédito, os montantes correspondem a plafonds e não a utilizações de crédito.

**Gráfico I.6.10 • Stock de bens duradouros | Índice 2001 = 100**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Para mais detalhes acerca da metodologia envolvida, consultar a caixa 2 do *Boletim Económico* de junho de 2017 "Uma perspetiva sobre a evolução do stock de bens de consumo duradouro em Portugal".

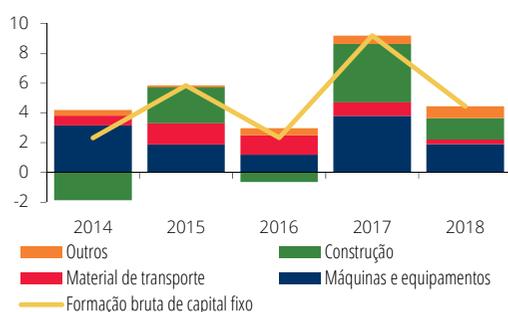
## Menor crescimento do investimento, em particular da FBCF empresarial

Em 2018, o investimento desacelerou, crescendo 5,7% (9,2% em 2017). Esta desaceleração deveu-se ao comportamento da formação bruta de capital fixo (FBCF), que continuou a apresentar um ritmo de crescimento superior ao da atividade mas menor do que o registado em 2017. Por sua vez, o contributo da variação de existências para o crescimento do PIB foi maior em 2018 (Quadro I.6.1).

A desaceleração da FBCF foi extensível às suas principais componentes. A FBCF em construção desacelerou 5,2 pp, crescendo 3,1% em 2018 e a FBCF em material de transporte desacelerou 7,1 pp, crescendo 3,6%. A FBCF em máquinas e equipamentos apresentou um dinamismo considerável, com um crescimento de 6,9% em 2018, mas inferior ao observado em 2017 (14,4%) (Gráfico I.6.11).

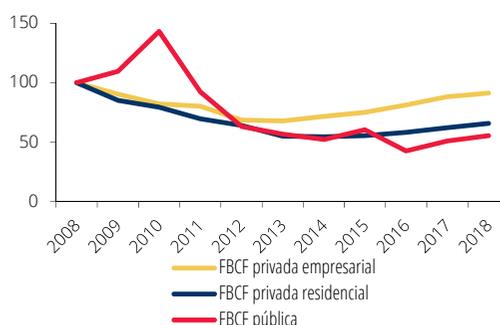
Por setor institucional, observou-se um aumento do investimento no setor privado e no setor público em 2018. No entanto, a FBCF privada empresarial desacelerou, para 3,5% (8,4% em 2017), uma taxa inferior às observadas no período de expansão recente. Esta componente é a que apresenta um nível mais próximo do observado antes da crise financeira internacional (Gráfico I.6.12). A expansão da FBCF empresarial continuou a ser sustentada por perspectivas positivas de procura e por condições favoráveis de financiamento. A manutenção de níveis elevados de utilização da capacidade produtiva na indústria e nos serviços e a necessidade de repor o *stock* de capital terão sido outros fatores a impulsionar as decisões de investimento das empresas. No entanto, o aumento da incerteza a nível global, associado à possibilidade de implementação de medidas protecionistas por parte de alguns países, com efeitos negativos sobre os fluxos comerciais internacionais, a par do impacto da finalização de alguns grandes projetos de investimento no ano de 2017, terão contribuído para o abrandamento observado em 2018.

**Gráfico I.6.11 • Contributos para a taxa de variação anual da formação bruta de capital fixo | Em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: INE.

**Gráfico I.6.12 • Formação bruta de capital fixo por setor institucional | Índice 2008 = 100**



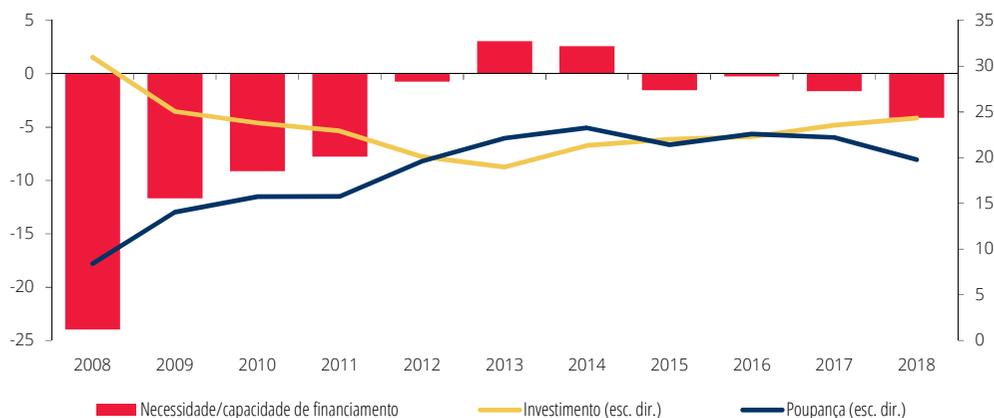
Fontes: Banco de Portugal e INE.

O aumento do investimento traduziu-se numa maior procura de crédito, tal como refletido nas respostas do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* (Capítulo 3). As necessidades de financiamento das sociedades não-financeiras aumentaram em 2018, num contexto de redução da poupança em percentagem do VAB (que refletiu a diminuição do excedente bruto de exploração<sup>40</sup>)

40. O excedente bruto de exploração corresponde ao valor acrescentado bruto descontado das remunerações dos empregados e dos impostos líquidos sobre a produção e a importação.

(Gráfico I.6.13). Uma recuperação mais significativa dos níveis de investimento empresarial que permita sustentar um maior crescimento do PIB no médio prazo requer um aumento dos níveis de poupança interna.

**Gráfico I.6.13 • Investimento, poupança e capacidade de financiamento das sociedades não financeiras | Em percentagem do VAB**



Fonte: INE.

A FBCF privada residencial cresceu a uma taxa relativamente próxima da observada em 2017, num contexto de manutenção dos seus principais fatores de crescimento, nomeadamente aumento da procura de residentes e não residentes e acesso a financiamento com baixas taxas de juro. Os níveis desta componente situavam-se no final de 2018 ainda bastante abaixo dos níveis observados antes da crise.

Em 2018, a FBCF do setor público registou um aumento pelo segundo ano consecutivo. Não obstante, face a 2017, verifica-se uma desaceleração e os níveis desta componente da FBCF permanecem significativamente abaixo dos níveis de 2008 (Capítulo 4) (Gráfico I.6.12).

## Desaceleração das exportações refletiu evolução da procura externa e ganho reduzido de quota nos mercados externos

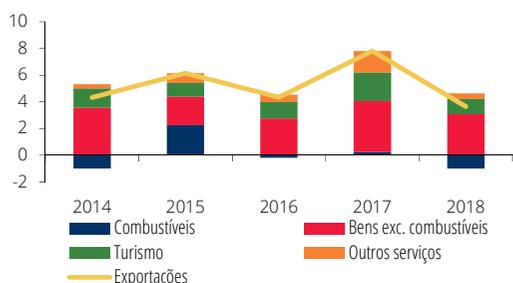
Ao nível do comércio internacional, observou-se uma desaceleração das exportações e das importações em 2018. As exportações de bens e serviços cresceram 3,6% em termos reais, o que compara com 7,8% em 2017. No caso das importações, o crescimento diminuiu de 8,1% em 2017 para 4,9% em 2018. O maior crescimento das importações face ao das exportações teve impacto negativo sobre o saldo da balança de bens e serviços.

O abrandamento das exportações foi generalizado, tendo sido particularmente marcado nos serviços (Gráfico I.6.14). Ao nível das exportações de bens, a taxa de crescimento observada foi de 3,1%, o que compara com 5,9% em 2017, assistindo-se a uma queda das exportações de combustíveis e a uma desaceleração das exportações de outros bens.

De acordo com a informação em termos nominais do comércio internacional por tipo de bens, a desaceleração das exportações de bens excluindo combustíveis foi extensível a todas as componentes, com a exceção notória dos automóveis (Gráfico I.6.15).

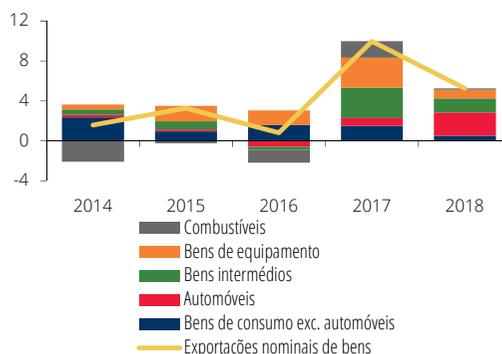
A desaceleração nominal das exportações de bens deveu-se essencialmente ao comportamento das vendas para o mercado extra-UE. As exportações de bens para mercados intra-UE mantiveram um crescimento robusto (8,1%, face a 8,4% em 2017). A desaceleração das exportações de bens para Espanha, França e Alemanha, foi compensada por um maior crescimento das exportações para Itália. No mercado extra-UE, assistiu-se a uma queda das exportações de bens (-2,9%, que compara com 14,6% em 2017). Para esta queda, contribuiu em larga medida a diminuição das vendas para Angola, China e Brasil (Gráfico I.6.16).

**Gráfico I.6.14 • Contributos para a variação anual das exportações reais de bens e serviços | Em percentagem e pontos percentuais**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

**Gráfico I.6.15 • Contributos para a variação anual das exportações nominais de bens | Em percentagem e pontos percentuais**

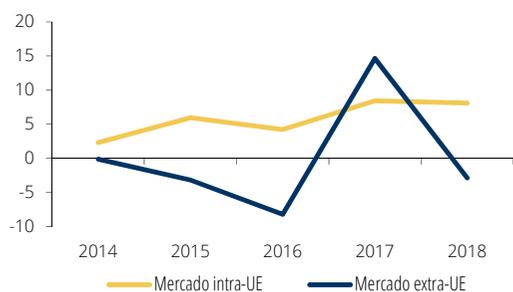


Fonte: INE.

As exportações de serviços cresceram 4,8%, em termos reais, o que corresponde a uma desaceleração de 7,3 pp face a 2017. Apesar da desaceleração, as exportações de turismo mantiveram um dinamismo elevado, apresentando uma taxa de crescimento de 7,5% (15,4% em 2017).

A desaceleração das exportações de bens e serviços foi determinada pelo abrandamento da procura externa e por menores ganhos de quota de mercado (Gráfico I.6.17). O ganho de quota de mercado (0,3 pp em 2018, face a 3,1 pp em 2017) continuou a estar associado ao dinamismo do turismo, tendo beneficiado também do forte crescimento das exportações de automóveis. Em sentido contrário, as exportações de combustíveis terão dado um contributo negativo para a variação da quota.

**Gráfico I.6.16 • Taxa de variação anual das exportações nominais de bens para mercados intra e extracomunitários | Em percentagem**



Fonte: INE.

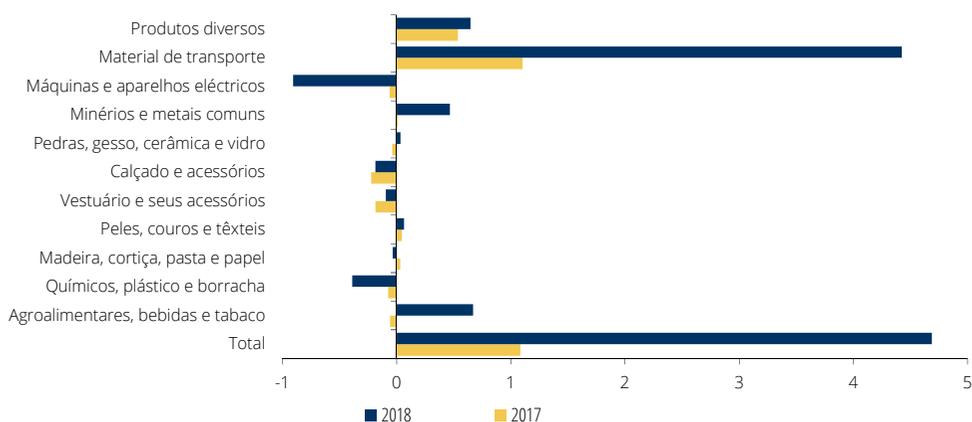
**Gráfico I.6.17 • Exportações, procura externa e quota de mercado | Taxa de variação anual, em percentagem, e pontos percentuais**



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

A informação que permite calcular a quota de mercado das exportações em termos reais apenas se encontra disponível em termos agregados. Uma análise mais detalhada da variação da quota de mercado de bens é possível em termos nominais recorrendo a outras bases de dados. Os resultados desta análise apontam para um ganho de quota das exportações portuguesas de bens excluindo combustíveis<sup>41</sup>, em termos nominais, nos países da União Europeia (UE).<sup>42</sup> Os ganhos estiveram, tal como em 2017, essencialmente concentrados no mercado de material de transporte, sendo relativamente abrangentes em termos de mercados geográficos (Gráfico I.6.18). Ao nível dos mercados extra-UE, observou-se uma perda de quota em termos nominais em 2018, particularmente expressiva no Brasil e na China. As exportações para os mercados extra-UE apresentam maior volatilidade. A perda de quota em 2018 deve ser contrastada com os ganhos expressivos observados nos anos anteriores.

**Gráfico I.6.18 • Contributo de cada grupo de produtos para o efeito quota de mercado intracomunitário | Pontos percentuais**



Fontes: CPB, INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Para mais detalhes acerca da metodologia, consultar a caixa 3 do *Boletim Económico* de junho de 2018 “Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas”.

Relativamente ao desempenho no turismo, com base nos dados até ao terceiro trimestre de 2018, as exportações deste tipo de serviços em Portugal manteve uma evolução favorável relativamente à maioria dos principais países concorrentes do mediterrâneo. O crescimento acumulado das exportações de turismo de Portugal desde 2008 continua a destacar-se, não obstante a forte recuperação recente de alguns mercados emergentes (Gráfico I.6.19 e I.6.20).

As importações também abrandaram, tendo o abrandamento sido extensível a todos os tipos de bens e ao turismo e outros serviços (Gráfico I.6.21). O crescimento das importações continuou, no entanto, a exceder o crescimento da procura global, traduzindo-se num aumento do grau de penetração das importações.

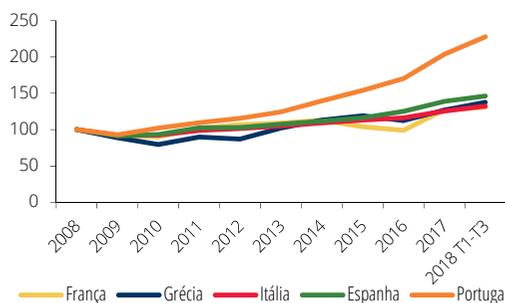
Em termos nominais, a desaceleração das importações de bens excluindo combustíveis foi transversal a todas as componentes. No entanto, assinala-se que os maiores contributos para o crescimento das importações de bens em 2018 resultaram do comportamento dos bens intermédios

41. Dado o detalhe da informação é possível excluir da análise a componente de combustíveis, uma vez que as flutuações acentuadas de preços deste tipo de bens comprometem as conclusões de uma análise em termos nominais.

42. Para mais informações, consultar a Caixa 3, “Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas”, no *Boletim Económico* de junho de 2018

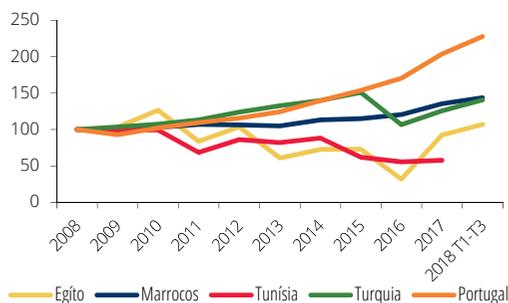
e de equipamento, o que já se tinha observado em 2017. Tal contrasta com o observado em anos anteriores, em que o contributo das importações de bens de consumo tinha sido o mais significativo (Gráfico I.6.22).

**Gráfico I.6.19 • Comparação da evolução das exportações nomiais de turismo nos países do mediterrâneo – área do euro | Índice 2008 = 100**



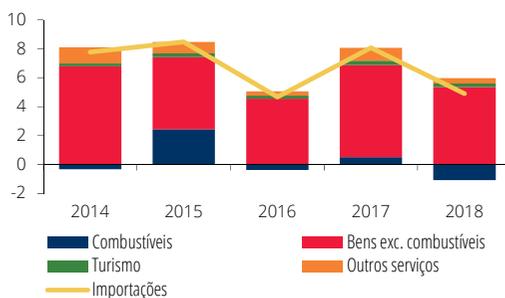
Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico I.6.20 • Comparação da evolução das exportações nomiais de turismo nos países do mediterrâneo – países emergentes | Índice 2008 = 100**



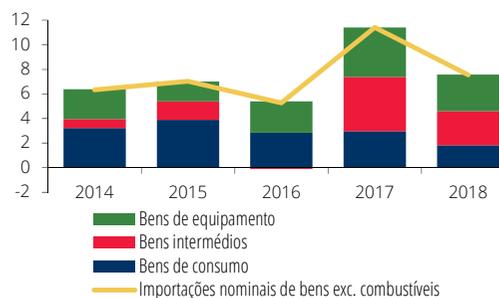
Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Para a Tunísia, não existem dados relativos a 2018.

**Gráfico I.6.21 • Contributos para a variação anual das importações reais de bens e serviços | Em percentagem e pontos percentuais**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

**Gráfico I.6.22 • Contributos para a variação anual das importações nomiais de bens excluindo combustíveis | Em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: INE.

### Caixa 5 • Consumo, crédito e aplicações financeiras dos particulares

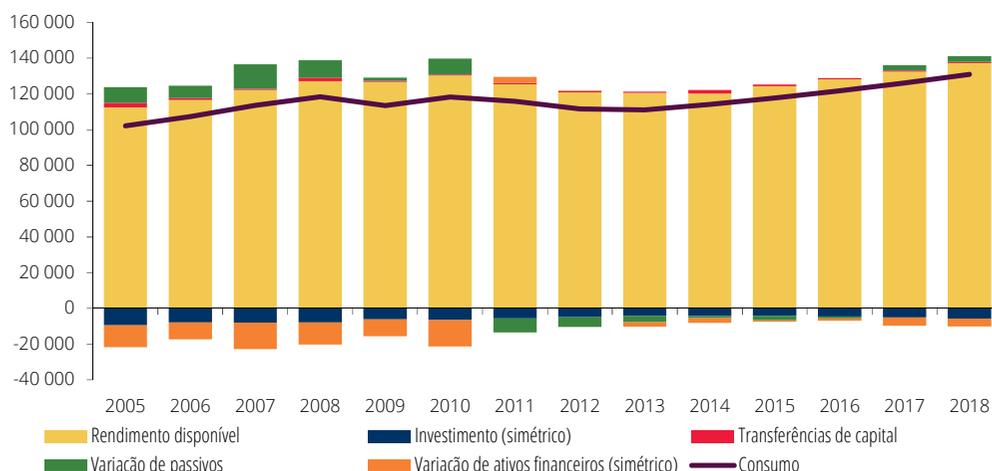
A teoria económica, na perspetiva da teoria do ciclo de vida e da hipótese do rendimento permanente, identifica uma relação entre consumo e recursos de longo prazo dos indivíduos e sugere que choques transitórios e não antecipados no rendimento devem refletir-se na poupança e no endividamento mas não no consumo. De acordo com estas hipóteses, o acesso ao crédito é essencial para assegurar a manutenção de um perfil estável de consumo ao longo do ciclo de vida de um indivíduo. A transposição destas conclusões para os agregados macroeconómicos tem algumas limitações mas, abstraindo de alterações demográficas e na produtividade (o que é razoável admitir no curto prazo), estas hipóteses teóricas têm também uma tradução em termos agregados. O objetivo desta caixa é fazer uma breve análise da evolução recente do consumo privado, do crédito e das aplicações financeiras dos particulares tendo como base a restrição orçamental agregada deste setor institucional.

Em cada período, as aplicações dos particulares em consumo ( $C_t$ ) e investimento (variação de ativos reais,  $I_t$ ) são iguais aos seus recursos disponíveis para gastar, ou seja, a soma do rendimento ( $Y_t$ ), das transferências de capital ( $T_t$ ) e do endividamento (variação de passivos,  $\Delta P_t$ ), deduzida das aplicações em ativos financeiros ( $\Delta A_t$ ):

$$C_t + I_t = Y_t + T_t + \Delta P_t - \Delta A_t$$

Assim, o consumo pode expressar-se como a diferença entre os recursos e as aplicações em ativos reais e ativos financeiros. O gráfico C5.1 ilustra esta identidade com informação de Contas Nacionais para o período de 2005 a 2018 e mostra que uma grande parte do rendimento é utilizado para consumo. O peso do consumo no rendimento era cerca de 89% em 2005 e é atualmente cerca de 95%, o que equivale a constatar que a taxa de poupança é mais baixa atualmente. Observa-se também que até 2010 os particulares aumentaram as suas dívidas e investiram em ativos reais e ativos financeiros. Em 2011 iniciou-se um processo de desaccumulação de passivos, que se inverteu em 2017. Esta análise com base em dados agregados não permite explorar a heterogeneidade da situação financeira dos agentes económicos individuais. Os indivíduos que aumentam as suas dívidas não são, em princípio, os mesmos que investem em ativos financeiros.

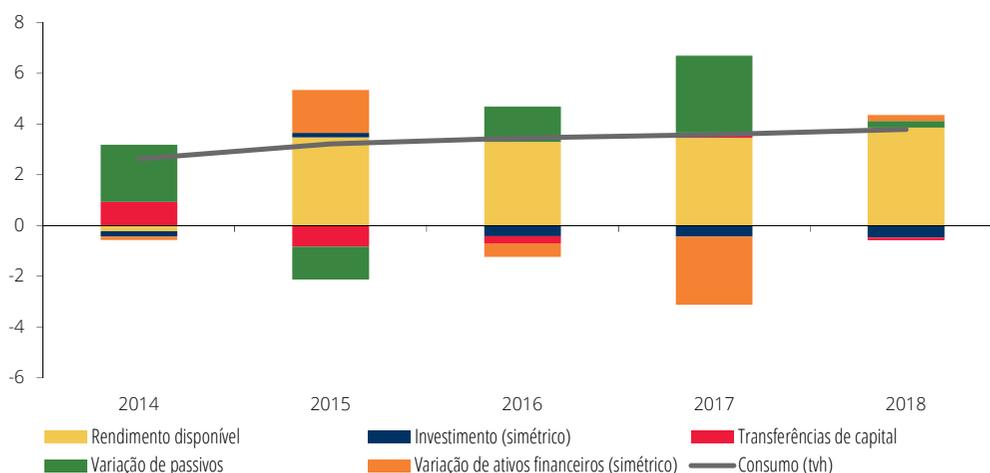
Gráfico C5.1 • Consumo em termos nominais | Em milhões de euros



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Centrando a análise no período da recuperação do consumo a partir de 2014, o gráfico C5.2 mostra as contrapartidas da taxa de variação do consumo dadas pelos vários elementos da restrição orçamental. De um modo geral, a evolução do consumo acompanha a evolução do rendimento, com contrapartidas simétricas do lado financeiro.<sup>43</sup> O ano de 2014 é uma exceção a este padrão, assumindo a componente financeira uma dimensão relevante, com um aumento do endividamento (ou seja da variação de passivos) sem uma contrapartida expressiva do lado da variação dos ativos financeiros. A evolução do consumo ao longo deste período parece consistente com a hipótese de que as variações do rendimento têm maior impacto sobre o consumo quando assumem uma natureza persistente. Em 2016, o efeito do aumento do endividamento foi acompanhado também por um efeito de sinal contrário do ressurgimento do investimento em ativos reais e da variação dos ativos financeiros.

**Gráfico C5.2 • Contrapartidas da taxa de variação do consumo em termos nominais | Em percentagem e em pontos percentuais**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

O gráfico C5.3 concentra-se na decomposição da contrapartida do lado dos passivos em várias componentes, designadamente os novos empréstimos e os reembolsos de dívida.<sup>44</sup> Conclui-se que, a partir de 2015, o aumento dos novos empréstimos, para habitação e para consumo e outros fins foi parcialmente contrabalançado pelo aumento dos reembolsos no crédito à habitação.

Do lado dos ativos financeiros (Gráfico C5.4), a decomposição das variações evidencia sobretudo alterações na composição da carteira dos particulares. Em 2015 as aplicações em seguros de vida e fundos de pensões reduziram-se. Este efeito foi mitigado pelo efeito de sinal contrário dado pelo aumento das novas aplicações em depósitos (em termos líquidos). Em 2016 e 2017, as novas aplicações em depósitos reduziram-se pelo que nestes dois anos a contrapartida da evolução

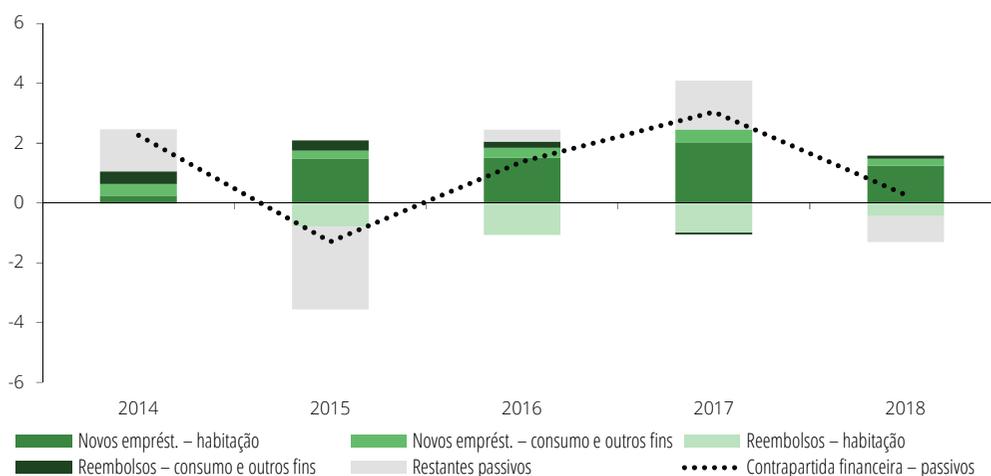
43. No gráfico C5.2 um aumento da variação de passivos traduz-se numa contrapartida positiva para o consumo e um aumento da variação de ativos financeiros traduz-se numa contrapartida negativa.

44. No gráfico C5.3 um aumento dos novos empréstimos traduz-se numa contrapartida positiva para o consumo e um aumento dos reembolsos traduz-se numa contrapartida negativa. Os reembolsos são calculados de forma aproximada através da diferença entre a variação do *stock* de crédito e os novos empréstimos.

dos depósitos apresenta um sinal positivo. Em 2016 esta redução foi compensada pelo aumento das novas aplicações (em termos líquidos) em títulos de dívida pública. Os depósitos voltaram a contribuir negativamente em 2018, compensados também parcialmente pela evolução de outras componentes da carteira de ativos financeiros dos particulares.

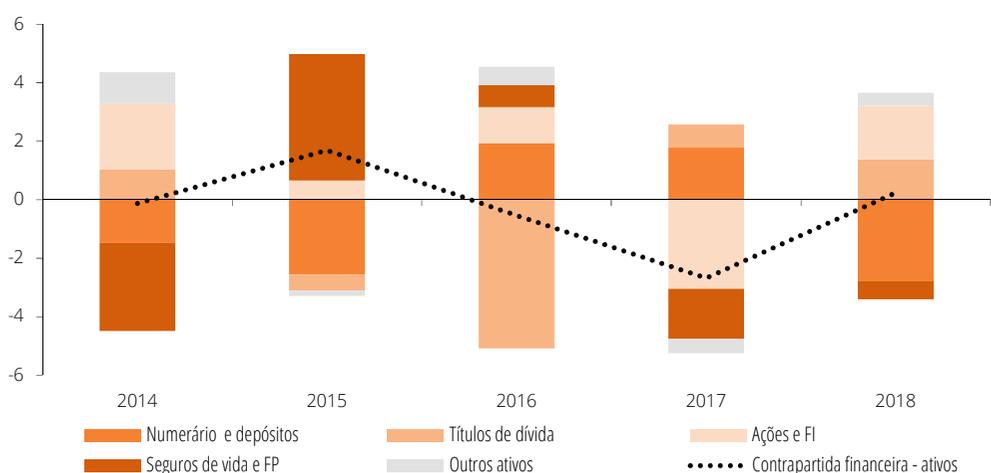
Em suma, a evolução recente do consumo tem estado assente na recuperação do rendimento das famílias. A evolução do consumo parece consistente com a hipótese de que os choques sobre o rendimento têm maior impacto sobre o consumo quando assumem uma natureza persistente. Do lado financeiro, no período mais recente o aumento dos novos empréstimos tem sido compensado parcialmente pelo aumento dos reembolsos. Do lado das aplicações financeiras tem-se assistido sobretudo a uma recomposição da carteira de ativos financeiros dos particulares.

**Gráfico C5.3 • Decomposição da contrapartida financeira – passivos | Em pontos percentuais**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

**Gráfico C5.4 • Decomposição da contrapartida financeira – ativos | Em pontos percentuais**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

## 7 Preços

### Diminuição da taxa de inflação em 2018 com um diferencial negativo face à área do euro

Em 2018, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) foi de 1,2%, uma diminuição face ao valor registado em 2017 (1,6%) (Quadro I.7.1). A menor variação de preços foi extensiva a todos os principais agregados com exceção dos bens energéticos.<sup>45</sup> O indicador de inflação subjacente (excluindo os preços dos bens alimentares e energéticos) apresentou também uma diminuição (variação anual de 0,8% em 2018, que compara com 1,3% em 2017).

**Quadro I.7.1 • IHPC – Principais agregados | Taxa de variação, em percentagem**

	Pesos 2018	Taxa de variação anual			Taxas de variação homóloga			
		2016	2017	2018	18 T1	18 T2	18 T3	18 T4
Total	100,0	0,6	1,6	1,2	0,9	1,2	1,8	0,8
Total excluindo energéticos	92,1	0,9	1,4	0,9	0,8	0,9	1,3	0,4
Total excluindo alimentares e energéticos	68,9	0,9	1,2	0,8	0,8	0,8	1,3	0,4
Bens	57,8	0,0	0,9	0,5	0,0	0,7	1,0	0,4
Alimentares	23,1	0,8	1,7	1,0	0,8	1,2	1,2	0,6
Não transformados	6,3	1,6	2,2	1,3	0,9	2,2	1,5	0,6
Transformados	16,9	0,3	1,6	0,8	0,8	0,7	1,1	0,7
Industriais	34,7	-0,7	0,3	0,2	-0,6	0,4	0,9	0,2
Não energéticos	26,7	-0,3	-0,8	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1
Energéticos	7,9	-1,8	3,7	4,8	1,7	5,4	7,6	4,6
Serviços	42,2	1,5	2,5	2,1	2,0	2,0	2,9	1,3
<i>Por memória:</i>								
Contributos dos preços sujeitos a regulação (em pp)	-	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Contributos dos impostos (em pp)	-	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IPC	-	0,6	1,4	1,0	0,8	1,0	1,4	0,8
IHPC – Área do euro	-	0,2	1,5	1,8	1,3	1,7	2,1	1,9

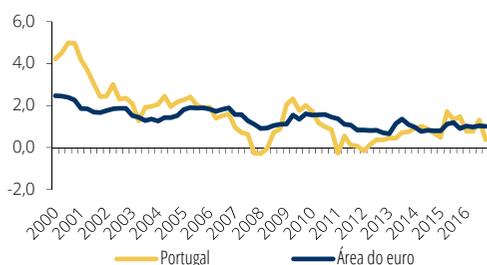
Fontes: Eurostat e INE.

Em contraste, na área do euro a taxa de inflação aumentou em 2018 para 1,8% (1,5% em 2017). No entanto, o indicador de inflação subjacente manteve-se em níveis baixos (1,2% em 2018, após 1,1% em 2017) (Gráfico I.7.1). A recuperação dos níveis de inflação subjacente em Portugal e na área do euro tem-se apresentado mais lenta que o esperado tendo em conta a fase da expansão económica, nomeadamente dado o fecho do hiato do produto e a redução das margens disponíveis no mercado de trabalho.

45. A partir de janeiro de 2019, o Eurostat e o INE passaram a compilar os agregados especiais do IHPC a partir de uma distribuição de produtos mais exata, baseada na Classificação Europeia do Consumo Individual por Objetivo, a qual proporciona uma desagregação a um nível mais pormenorizado do que a classificação de produtos utilizada até à data. Esta alteração teve efeitos a partir de janeiro de 2017, o que implicou uma alteração dos índices e das taxas de variação homóloga a partir desta data.

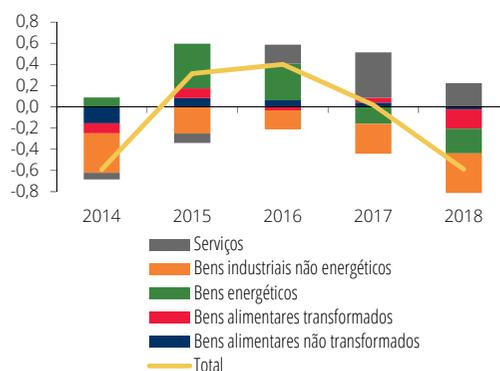
O diferencial de inflação em Portugal face à área do euro tornou-se negativo em 2018 (-0,6 pp, que compara com +0,1 pp em 2017) (Gráfico I.7.2). Este diferencial refletiu o contributo da generalidade dos principais agregados do IHPC, com exceção dos serviços, que mantiveram um diferencial positivo, ainda que inferior ao do ano anterior.

**Gráfico I.7.1 • IHPC excluindo alimentares e energéticos | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: Eurostat e INE.

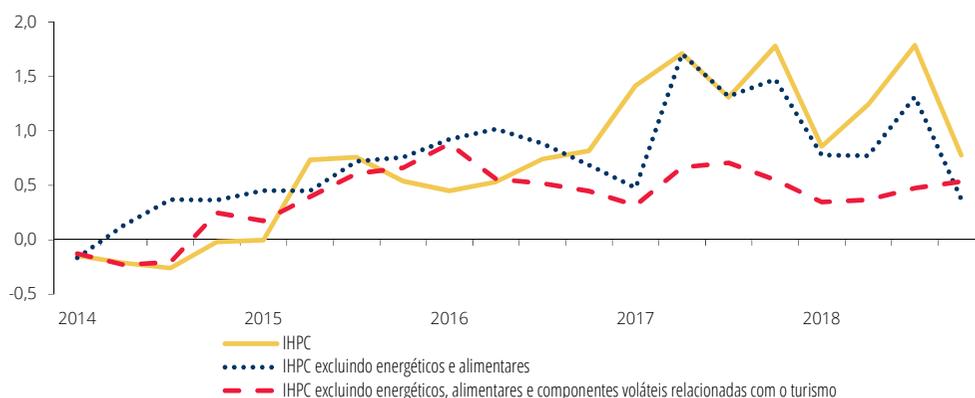
**Gráfico I.7.2 • Diferencial de inflação entre Portugal e área do euro | Contributos, em pontos percentuais**



Fontes: Eurostat e INE.

O perfil infra-anual da inflação em Portugal continuou a ser marcado por uma elevada volatilidade, associada não só às componentes tradicionalmente mais voláteis – bens energéticos e alimentares – mas também a componentes relacionadas com o turismo – serviços de férias organizadas e alojamento e voos (Gráfico I.7.3). A volatilidade das componentes relacionadas com o turismo estará associada, em parte, à volatilidade da própria procura de serviços de turismo cujo padrão sazonal se estará a alterar, com um aumento de procura em períodos menos tradicionais<sup>46</sup>. A alteração metodológica da forma de recolha dos preços de alojamento introduzida pelo INE no início do ano poderá também ter contribuído para uma maior volatilidade da série em 2018.<sup>47</sup>

**Gráfico I.7.3 • Inflação em Portugal | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: Eurostat, INE (cálculos do Banco de Portugal).

46. Sobre este tema, veja-se o Tema em destaque “Exportações de turismo: desenvolvimentos recentes e perspetivas futuras”, pg. 35-51, *Boletim Económico*, dezembro 2018.

47. Sobre esta questão, veja-se o [destaque do INE](#) relativo à divulgação do IPC referente a novembro de 2018.

## Pressões inflacionistas externas mais moderadas

Em 2018, as pressões inflacionistas externas mantiveram-se moderadas e inferiores às observadas em 2017.

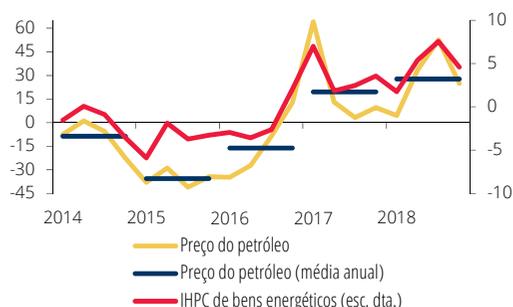
Os preços das importações de bens excluindo energéticos diminuíram 0,5% em 2018, o que compara com um crescimento de 2,1% em 2017 (Gráfico I.7.4). Esta evolução estará associada às pressões inflacionistas menos acentuadas a nível global, que refletiram, em parte, o abrandamento dos preços das matérias-primas não energéticas. De igual modo, a taxa de câmbio nominal efetiva relevante para a economia portuguesa manteve uma tendência de apreciação, ainda que menor do que em 2017. Os preços de importação têm influência sobretudo sobre a evolução dos preços no consumidor dos bens industriais não energéticos, dada a sua maior componente importada. Os preços deste agregado diminuíram 1,1% em 2018, que compara com uma redução de 0,8% em 2017.

Em sentido contrário, o preço do petróleo nos mercados internacionais avaliado em euros voltou a aumentar em 2018, tendo o aumento médio anual sido superior ao observado em 2017 (Gráfico I.7.5). O preço do petróleo aumentou até ao terceiro trimestre de 2018, tendo-se assistido a uma redução no último trimestre do ano. Os preços no consumidor dos bens energéticos em Portugal aumentaram 4,8% no ano (3,7% em 2017).

**Gráfico I.7.4 • Deflator de importação de bens excluindo energéticos, índice de preços de matérias-primas não energéticas e taxa de câmbio efetiva nominal para Portugal**  
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



**Gráfico I.7.5 • Preço do petróleo em euros e IHPC de bens energéticos | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: INE, HWWI, (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: variações positivas da taxa de câmbio correspondem a uma apreciação do euro.

Fontes: BCE, Bloomberg e INE.

Estes desenvolvimentos traduziram-se num aumento do deflator das importações de bens e serviços de 2,4%, que compara com um crescimento de 4,0% em 2017.

## Pressões inflacionistas internas moderadas apesar da aceleração dos salários

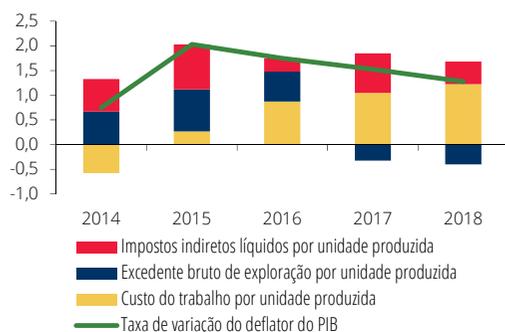
Ao nível do mercado de trabalho, existe evidência de pressões sobre os salários que se terão intensificado em 2018 (Capítulo 5). A redução da subtilização do fator trabalho, a par da subida do salário mínimo, traduziram-se numa aceleração das remunerações por trabalhador, para 2,2% (1,6% em

2017). Esta aceleração, num contexto em que a produtividade por trabalhador manteve uma evolução negativa, implicou um maior crescimento dos custos do trabalho por unidade produzida (2,4% em 2018, que compara com 2,1% em 2017).

Deste modo, o contributo dos custos unitários de trabalho para a variação do deflator do PIB aumentou em 2018 (Gráfico I.7.6). Em sentido contrário, observou-se um maior contributo negativo do excedente bruto de exploração por unidade produzida para a variação do deflator do PIB, o que refletirá a redução das margens das empresas.

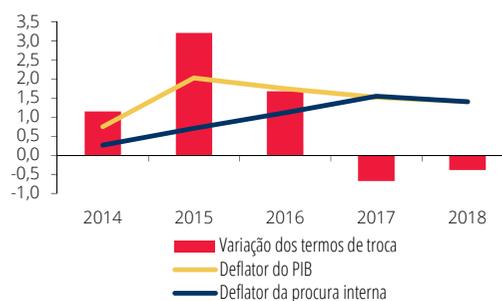
Na ótica da despesa, a evolução do deflator do PIB (1,4% face a 1,5% em 2017) terá refletido sobretudo a evolução do deflator da procura interna, assistindo-se a uma ligeira deterioração dos termos de troca, menos acentuada que a de 2017 (Gráfico I.7.7).

**Gráfico I.7.6 • Decomposição do deflator do PIB | Taxa de variação anual, em percentagem e contributos, em pontos percentuais**



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico I.7.7 • Deflator do PIB e da procura interna e termos de troca | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal).

A transmissão muito contida das pressões salariais aos preços – que se observa também na área do euro – poderá estar relacionada com o contexto de expectativas de baixa inflação, em que as empresas tenderão a mitigar a passagem dos aumentos dos custos ao preço final (Caixa 6). Um fator específico adicional que terá contribuído para mitigar o aumento dos preços em 2018 foi o abrandamento dos preços dos serviços relacionados com o turismo, após os aumentos muito significativos registados no ano anterior.

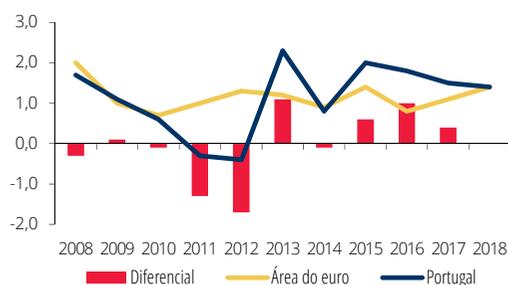
## ⋮ Evolução do deflator do PIB em linha com a área do euro

O deflator do PIB em Portugal evoluiu em linha com o da área do euro em 2018 (Gráfico I.7.8). Os custos do trabalho por unidade produzida (CTUPS) relativos face à área do euro têm registado um aumento ligeiro nos últimos anos, não anulando o diferencial negativo acumulado durante a fase de ajustamento da economia portuguesa (Gráfico I.7.9). Esta evolução reflete o crescimento alinhado com a área do euro das remunerações por trabalhador em Portugal e uma evolução mais desfavorável da produtividade no período recente.

No que se refere ao excedente bruto de exploração por unidade produzida, assistiu-se em 2018, tal como tinha acontecido em 2017, a uma compressão nas margens de lucro das empresas, uma situação que também se estará a verificar na área do euro. Esta evolução ocorre depois de um período, durante os anos da crise, em que se verificou um aumento em Portugal relativamente

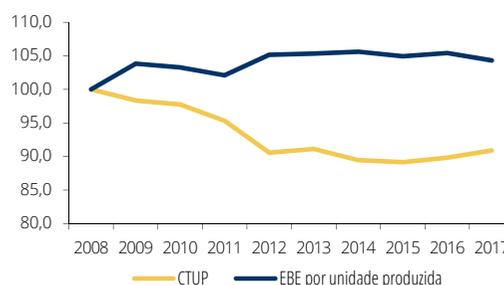
à área do euro, o qual poderá ter estado relacionado com necessidades acrescidas de poupança por parte das empresas para fazerem face ao aumento dos custos de financiamento e às restrições de crédito. O encerramento de empresas relativamente menos rentáveis também poderá ter contribuído para este resultado.

**Gráfico I.7.8 • Deflator do PIB, Portugal e área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fontes: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico I.7.9 • Custos do trabalho e excedente bruto de exploração por unidade produzida | Rácio entre Portugal e área do euro, índice 2008=100**



Fontes: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

## Caixa 6 • Previsões da inflação: Portugal e a área do euro

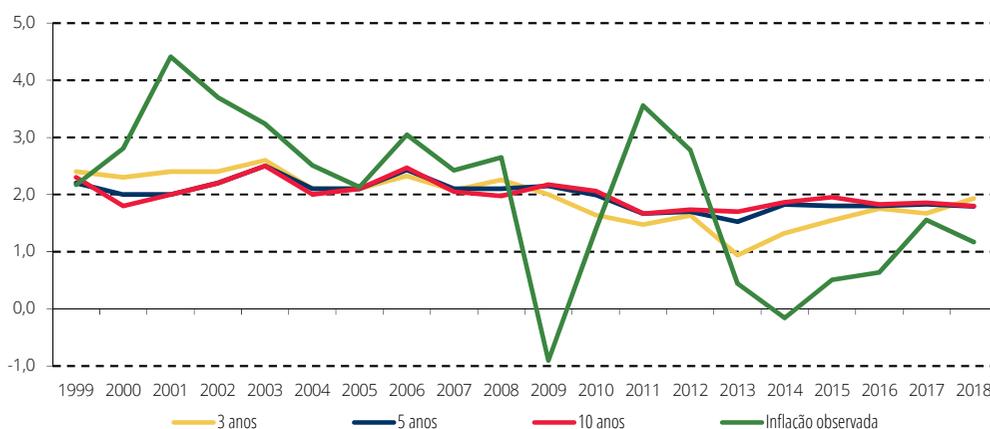
Num quadro de incerteza na economia global, ganha relevância a monitorização da evolução das variáveis macroeconómicas e, em particular, das previsões<sup>48</sup> da inflação. Uma das razões relaciona-se com a sua importância aquando da avaliação dos preços ou das perspetivas salariais. Além disso, as previsões da inflação podem ser usadas para aferir a credibilidade do objetivo de estabilidade de preços de um banco central, analisando em que medida as previsões a prazos mais longos estão ancoradas nesse objetivo.

As medidas de expectativas de inflação incluem, entre outras: i) previsões baseadas em inquéritos a analistas profissionais; ii) previsões baseadas em inquéritos a famílias ou empresas ou iii) expectativas implícitas em instrumentos transacionados nos mercados financeiros. Um dos inquéritos a analistas profissionais largamente utilizado para os principais indicadores macroeconómicos (por exemplo, crescimento do PIB, inflação, taxas de juro, taxas de câmbio) é publicado pela Consensus Economics. Duas vezes por ano esta instituição divulga previsões da inflação de longo prazo até um horizonte de 10 anos para a área do euro<sup>49</sup> e vários Estados-membros.<sup>50</sup>

Esta caixa apresenta evidência sobre as previsões da inflação a longo prazo para Portugal e para a área do euro, usando informação divulgada pela Consensus Economics.

Os gráficos C6.1 e C6.2 mostram as previsões da inflação para diferentes horizontes (3, 5 e 10 anos) realizadas em outubro de cada ano para Portugal e para a área do euro, respetivamente.

**Gráfico C6.1 • Previsões da inflação a 3, 5 e 10 anos para Portugal | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fontes: Consensus Economics e Eurostat. | Nota: previsões realizadas em outubro de cada ano  $t$  versus inflação observada em  $t$ .

Os resultados revelam que, no período anterior a 2008, as previsões da inflação para Portugal em diferentes horizontes situavam-se globalmente acima de 2%. Após a crise financeira global, assistiu-se em Portugal a um declínio no nível da inflação observada e a uma revisão em baixa das previsões para níveis inferiores a 2%. Para a área do euro, as previsões da inflação têm-se mantido muito

48. Os termos previsões e expectativas são usados de forma permutável ao longo desta caixa.

49. Refira-se que, em 2003, o BCE adotou uma definição quantitativa de estabilidade de preços que estabelece uma taxa de inflação anual para níveis abaixo, mas próximos, de 2% no médio prazo.

50. As previsões correspondem à média aritmética das estimativas das instituições individuais. O número de instituições participantes no questionário de 8 de outubro de 2018 foi de 14 em Portugal e de 30 na área do euro.

próximas do objetivo de estabilidade de preços e, portanto, têm estado mais ancoradas ao longo do tempo. No entanto, no período pós-2009, as previsões a 3 anos apresentaram um desvio maior face ao objetivo de estabilidade de preços do BCE, num contexto em que a inflação observada tem permanecido baixa desde 2013. Um traço comum a Portugal e à área do euro é que as previsões a 5 e 10 anos apresentam baixa volatilidade, o que está em linha com a noção de que, se a política monetária é entendida como forma de controlo da inflação em torno do objetivo de estabilidade de preços, choques que afetem a dinâmica presente da inflação não devem afetar as expectativas de inflação de longo prazo. Refira-se ainda que estes resultados são corroborados pelos reduzidos níveis de dispersão das taxas de inflação observadas desde janeiro de 1999 entre os países que integram a união económica e monetária.

**Gráfico C6.2 • Previsões da inflação a 3, 5 e 10 anos para a área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fontes: Consensus Economics e Eurostat. | Nota: previsões realizadas em outubro de cada ano  $t$  versus inflação observada em  $t$ .

## 8 Balança de Pagamentos

### Redução da capacidade de financiamento da economia portuguesa em 2018

Em 2018, o excedente da balança corrente e de capital reduziu-se para 0,4% do PIB (1,4% do PIB em 2017). Esta evolução refletiu défices maiores da balança de bens e da balança de rendimento primário (Quadro I.8.1 e Gráfico I.8.1).

**Quadro I.8.1 • Balança de pagamentos | Em percentagem do PIB**

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Balança corrente e de capital</b>	1,4	1,3	1,6	1,4	0,4
Balança corrente	0,1	0,1	0,6	0,5	-0,6
Balança de bens e serviços	1,1	1,7	2,0	1,8	1,0
Bens	-5,5	-5,3	-5,2	-6,2	-7,3
Energéticos	-3,6	-2,4	-1,7	-2,1	-2,5
Outros bens	-1,9	-2,9	-3,4	-4,1	-4,8
Serviços	6,6	7,0	7,2	8,0	8,3
dos quais:					
Viagens e turismo	4,1	4,4	4,7	5,6	5,9
Balança de rendimento primário	-2,0	-2,4	-2,3	-2,5	-2,8
Balança de rendimento secundário	0,9	0,9	0,9	1,1	1,2
do qual:					
Remessas de emigrantes/imigrantes	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6
Balança de capital	1,3	1,2	1,0	0,9	1,1
Balança financeira	1,6	1,3	1,6	1,6	0,7
Erros e omissões	0,2	0,0	0,0	0,2	0,3

Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: Teoricamente, o saldo da balança corrente e de capital e o saldo da balança financeira devem ser idênticos. Na prática, tal não acontece devido sobretudo a imperfeições nas fontes de informação e nos sistemas de compilação, as quais dão origem a erros e omissões.

**Gráfico I.8.1 • Poupança e investimento | Em percentagem do PIB**



Fonte: INE. | Nota: (\*) Inclui aquisição de ativos não financeiros não produzidos.

A redução do excedente da balança corrente e de capital reflete o efeito conjunto de diminuição da poupança da economia e do aumento do investimento (Gráfico I.8.1). A manutenção de excedentes externos, necessária para prosseguir a redução dos elevados níveis de endividamento externo da

economia, implicam que, para fazer face a um aumento desejável e sustentado do investimento, seja necessário um aumento da poupança interna.

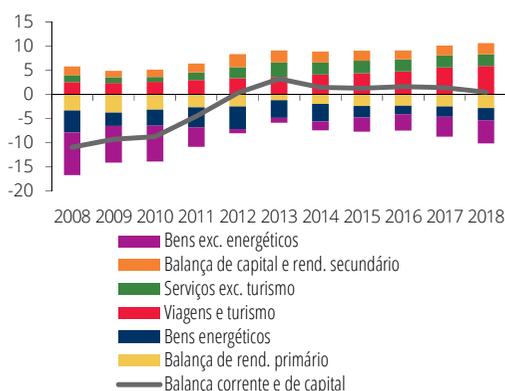
## · Défice da balança corrente em resultado de maiores défices das balanças de bens e de rendimento primário

A balança corrente da economia portuguesa apresentou em 2018 um défice de 0,6% do PIB, após quatro anos de excedentes. O saldo da balança de bens e serviços diminuiu para 1,0% do PIB; mas manteve um excedente pelo sétimo ano consecutivo, após um ajustamento que não esteve associado a efeitos cíclicos (Caixa 7).

A decomposição da balança corrente permite verificar que a evolução em 2018 resultou de um aumento dos défices das balanças de bens e de rendimento primário, em 1,1 e 0,3 pp do PIB, respetivamente. Em sentido contrário, os excedentes das balanças de serviços e de rendimento secundário aumentaram em 0,3 e 0,1 pp do PIB, respetivamente (Gráfico I.8.2).

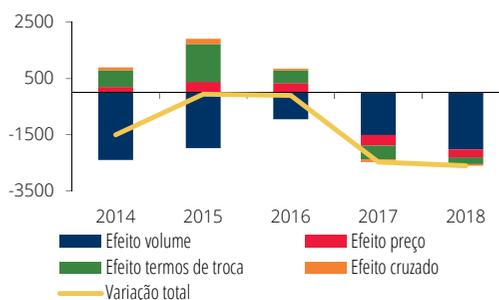
A variação do saldo da balança de bens é explicada, tal como no ano anterior, por um efeito volume desfavorável, i.e., um crescimento real das importações superior ao das exportações (Gráfico I.8.3). A este efeito, somou-se ainda um efeito de termos de troca negativo, associado à evolução do preço do petróleo no mercado internacional. Efetivamente, o preço do petróleo voltou a aumentar em 2018, o que se refletiu num maior défice da balança de bens energéticos (aumento de 0,3 pp do PIB, para -2,5% do PIB).

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico I.8.3 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens | Em milhões de euros**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (diminuição) do saldo da balança de bens. A variação do saldo da balança de bens pode ser decomposta em quatro efeitos: – efeito volume - efeito da variação das quantidades importadas e exportadas;  $[X_t - 1.vxt] - [Mt - 1.vmt]$  – efeito preço – efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo;  $[X_t - 1.pt] - [Mt - 1.pt]$  – efeito termos de troca – efeito da variação relativa dos preços de exportação e de importação;  $[X_t - 1.(pxt - pt)] - [Mt - 1.(pmt - pt)]$  – efeito cruzado – efeito da interação entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação.  $[X_t - 1.vxt.pxt] - [Mt - 1.vmt.pmt]$  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  $t$  ( $(pxt + pmt) / 2$ ).

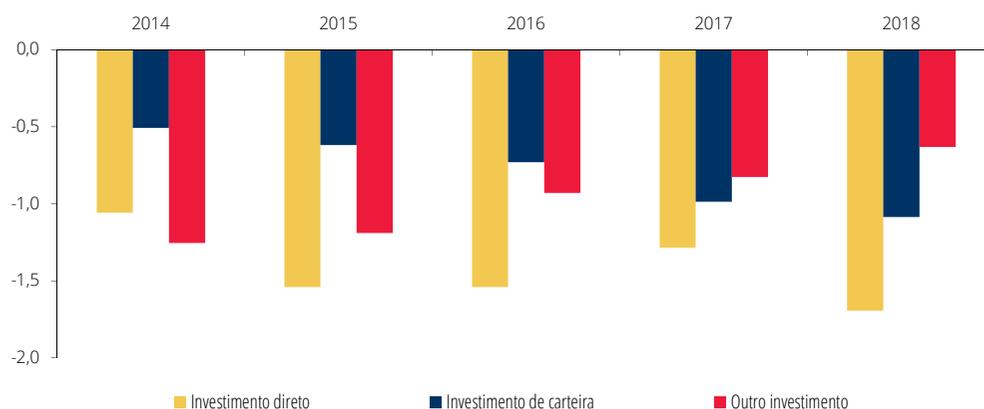
## Exportações de turismo continuam a sustentar o aumento do excedente da balança de serviços

O excedente da balança de serviços aumentou para 8,3% do PIB em 2018 (8,0% do PIB em 2017). Tanto as exportações como as importações de serviços desaceleraram em 2018. No caso das exportações, registou-se um crescimento de 6,5%, após 13,3% em 2017, enquanto no caso das importações, o abrandamento foi de 10,5% em 2017 para 6,0% em 2018.

As exportações de serviços de viagens e turismo desaceleraram em 2018, mantendo, no entanto, um crescimento elevado (9,6%, após 19,5% em 2017) e acima dos principais concorrentes (Capítulo 6). Do lado das importações, também se observou uma desaceleração, mas menos acentuada, passando a variação anual de 11,5% em 2017 para 9,6% em 2018. O excedente da balança de viagens e turismo voltou a aumentar, atingindo 5,9% do PIB (5,6% em 2017). Ao nível da balança de outros serviços, o excedente manteve-se inalterado em 2,7% do PIB.

A balança de rendimento primário apresentou um défice superior em 2018 (-2,8% do PIB, face a -2,5% do PIB em 2017). O principal contributo para esta evolução foi dada pela componente de rendimentos de investimento direto, dado o maior pagamento de dividendos ao exterior (Gráfico I.8.4). O défice da componente de rendimentos de investimento de carteira também aumentou ligeiramente, de 1,0% do PIB em 2017 para 1,1% do PIB em 2018. Esta evolução refletiu o menor recebimento de juros de títulos de dívida de longo prazo, associado a uma redução das taxas de juro implícitas. Em sentido contrário, o défice de rendimentos de outro investimento diminuiu quer por via de mais recebimentos de juros quer por via de menores pagamentos de juros ao exterior, neste último caso, refletindo o reembolso antecipado de empréstimos no âmbito do programa de assistência económica e financeira.

**Gráfico I.8.4 • Saldo dos rendimentos de investimento <sup>(1)</sup> | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (1) Os rendimentos de investimento são uma componente da balança de rendimento primário. Fazem ainda parte desta balança os rendimentos do trabalho e outros rendimentos primários.

O excedente da balança de capital aumentou de 0,9% do PIB em 2017 para 1,1% do PIB em 2018, o que esteve associado à rubrica de venda de ativos não financeiros não produzidos, nomeadamente pela alienação de marcas associadas a alguns negócios.

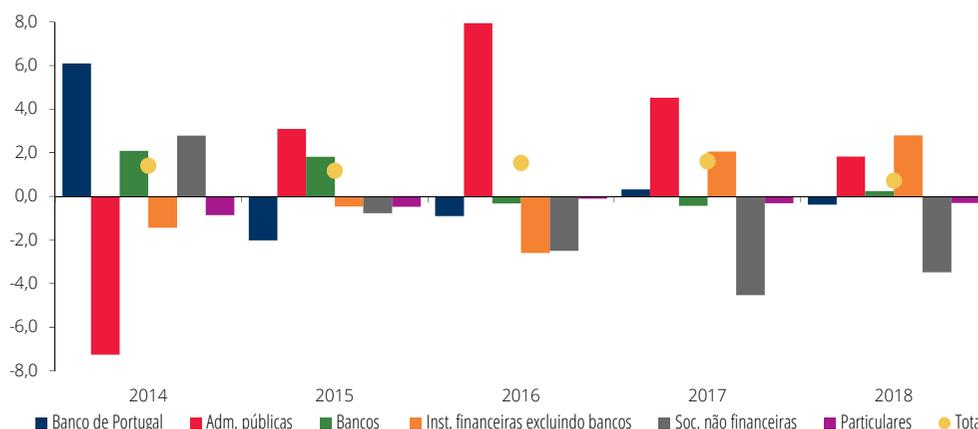
Os recebimentos de fundos da União Europeia aumentaram no final do ano pelo que as entradas, no conjunto de 2018, se cifraram a um nível semelhante ao do ano anterior (1,8% do PIB).<sup>51</sup>

51. Para uma análise mais detalhada dos recebimentos dos fundos ver "Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva", Caixa 2 do *Boletim Económico* de março de 2019 do Banco de Portugal, 21-24.

## Portugal permaneceu um investidor líquido no exterior em 2018, embora em menor magnitude

O excedente da balança corrente e de capital registado em 2018 refletiu-se, do lado da balança financeira, num investimento líquido de Portugal no exterior, no montante de 0,7% do PIB. Em linha com a evolução do excedente da balança corrente e de capital, este investimento líquido foi inferior ao do ano anterior (1,6% do PIB) (Gráfico I.8.5).

**Gráfico I.8.5 • Variação de ativos líquidos externos <sup>(1)</sup> | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (1) A variação de ativos líquidos externos corresponde às aquisições líquidas de ativos emitidos por não residentes menos o financiamento líquido obtido junto de não residentes. A compra de ativos externos e as amortizações de passivos externos representam um valor positivo e uma saída de fundos da economia portuguesa. A venda de ativos externos ou o aumento de passivos na posse de não residentes entram com um valor negativo e representam uma entrada de fundos na economia portuguesa.

As instituições financeiras, excluindo bancos, aumentaram o investimento líquido externo em 2018, para 2,8% do PIB (2,0% do PIB em 2017). Este investimento refletiu, principalmente, as compras de títulos de dívida de longo prazo emitidos por entidades não residentes e as aplicações em depósitos externos.

As administrações públicas apresentaram uma variação de ativos líquidos externos de 1,8% do PIB, que compara com 4,5% do PIB no ano anterior. Esta variação resultou da amortização antecipada do empréstimo do FMI, no âmbito do PAEF, no valor de 2,7% do PIB, a qual permitiu concluir na totalidade o pagamento do empréstimo realizado junto desta instituição

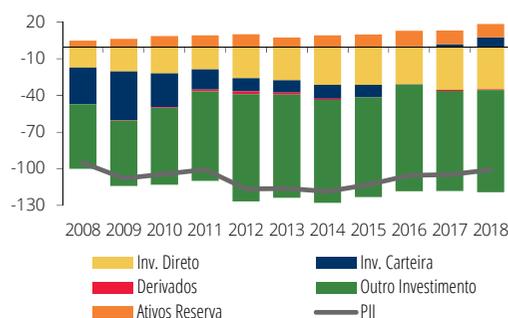
As sociedades não financeiras permaneceram como canal principal para captação de financiamento líquido externo (3,5% do PIB, que compara com 4,5% do PIB em 2017). Tal como no ano anterior, a principal forma foi através do investimento direto (2,1% do PIB que compara com 4,0% do PIB). Na composição da entrada de fundos por via do investimento direto é de assinalar, em 2018, uma maior preponderância dos instrumentos de capital ao invés de dívida que, neste ano, foi negligenciável. De entre os instrumentos de capital, salientam-se as aquisições de imobiliário, por parte de não residentes, que continuaram a aumentar, representando 1% do PIB (29,3% do total de financiamento líquido externo obtido pelas SNF).<sup>52</sup>

52. Nas estatísticas da balança de pagamentos, a aquisição de terrenos ou imóveis em Portugal, por parte de um não residente, é registada na rubrica dos passivos de investimento direto e o respetivo *stock* de imóveis constitui um passivo de investimento direto na posição de investimento internacional. O registo implica a criação de uma entidade nacional residente, para efeitos estatísticos, que detém o terreno ou imóvel que, por sua vez, é adquirida pela entidade não residente. Deste modo, as operações sobre imobiliário, quando envolvem uma entidade não residente não são registados como investimento, em termos de contas nacionais, mas como uma operação financeira.

## Melhoria na posição de investimento internacional em resultado da capacidade de financiamento da economia e do crescimento do PIB

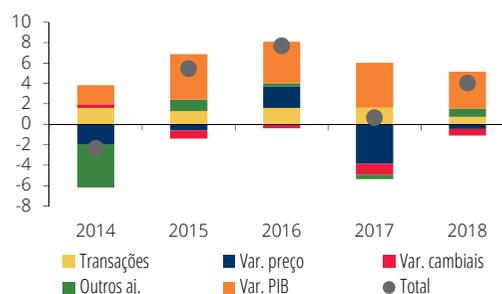
No final de 2018, a posição de investimento internacional (PII) da economia portuguesa situou-se em -100,8% do PIB, o que representa um aumento de 4,1 pp face ao valor do final de 2017 (Gráfico I.8.6). Esta redução da posição devedora de investimento face ao exterior em 2018, tal como verificado nos últimos anos, refletiu principalmente o efeito do denominador (isto é, o crescimento do PIB), com um contributo de 3,6 pp do PIB para a referida variação (Gráfico I.8.7). Em menor grau, os excedentes da balança financeira (transações) também têm vindo a contribuir para esta evolução, representando 0,7 pp do PIB em 2018.

**Gráfico I.8.6 • PII por categoria funcional**  
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico I.8.7 • Variação da posição de investimento internacional**  
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

O aumento gradual do saldo da PII nos últimos anos correspondeu a uma inversão do saldo negativo da categoria de investimento de carteira para um excedente que, em 2018, se cifrou em 7,8% do PIB. Esta evolução está relacionada com uma redução das obrigações do tesouro em carteira de não residentes, quer pela substituição desta forma de financiamento pelos empréstimos do PAEF<sup>53</sup> quer, nos anos mais recentes, pelo efeito das medidas não convencionais de política monetária<sup>54</sup>. O investimento direto líquido regista um saldo negativo e tem vindo a aumentar, nos anos mais recentes, representando, em 2018, -35% do PIB. Esta evolução tem refletido em parte uma redução do investimento direto de Portugal no exterior (Gráficos I.8.8 e I.8.9)<sup>55</sup>. Por seu turno, o investimento do exterior em Portugal tem aumentado por via dos passivos sob a forma de dívida, enquanto a componente de capital reduziu-se no último ano.

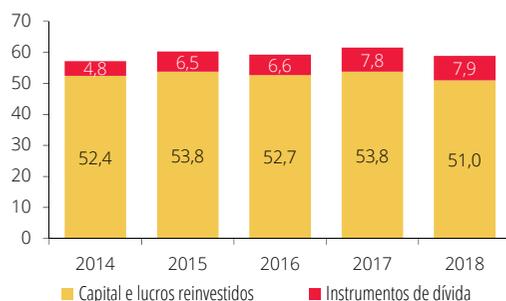
53. Os quais são classificados em outro investimento.

54. Para uma análise mais detalhada do impacto destas operações ver "Impacto das medidas não convencionais de política monetária do Eurosistema na posição de investimento internacional da economia portuguesa", Caixa 12 do *Boletim Económico* de maio de 2018 do Banco de Portugal, 112-117.

55. Esta informação corresponde à classificação do investimento direto 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. 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*.

O rácio da dívida externa líquida em percentagem do PIB continuou a reduzir-se – atingiu 89% no final de 2018 – mas mantém-se elevado em termos históricos e relativamente a outras economias.

**Gráfico I.8.8 • Desagregação do investimento direto do exterior em Portugal (princípio direcional) | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico I.8.9 • Desagregação do investimento direto de Portugal no exterior (princípio direcional) | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

## Caixa 7 • Ajustamento cíclico das exportações e importações

A diminuição das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa após 2010 é uma das principais vertentes do reequilíbrio macroeconómico, ocorrido no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira. De acordo com as estatísticas da Balança de Pagamentos, o saldo da balança corrente evoluiu de um défice de aproximadamente 10 por cento do PIB em 2010 para um défice de 0,6 por cento em 2018.

O período após 2011 caracterizou-se, em particular, por melhorias no saldo da balança de bens e serviços. No entanto, o ajustamento das contas externas ocorreu num contexto de contração da atividade económica, suscitando preocupações quanto à sua sustentabilidade numa fase de recuperação cíclica. No sentido de analisar se tal evolução resultou maioritariamente de desenvolvimentos cíclicos, um dos métodos recomendados na literatura concentra-se na componente de bens e serviços e baseia-se nas elasticidades do comércio externo.<sup>56</sup>

De acordo com a metodologia seguida por Amador e Silva (2019)<sup>57</sup> baseada em Fabiani et al. (2016), o ajustamento cíclico das exportações e importações é calculado separadamente. Uma das principais hipóteses assumidas é que as importações e exportações domésticas são isoelásticas, i.e., apresentam uma elasticidade exógena e constante de longo prazo.<sup>58</sup> Segundo esta metodologia, o ajustamento cíclico do rácio das exportações no PIB nominal depende negativamente do hiato do produto no exterior – se o produto dos parceiros comerciais portugueses for superior ao seu potencial, importarão mais e, conseqüentemente, as exportações domésticas beneficiarão da evolução cíclica.

Relativamente às importações observadas em percentagem do PIB nominal, a correção às variações cíclicas é obtida através do rácio entre as importações potenciais e observadas, em termos reais. A elasticidade das importações reflete o conteúdo importado das diferentes componentes da despesa interna e das exportações, sendo o hiato do produto interno o elemento principal. As importações potenciais são as que prevaleceriam se a produção interna e externa fossem consideradas conjuntamente no seu nível potencial, sendo determinadas simultaneamente as exportações (domésticas) e a procura doméstica.<sup>59</sup>

As limitações desta abordagem consistem na incerteza e revisões associadas aos hiatos do produto e às elasticidades comerciais. Adicionalmente, sublinhe-se que os ajustamentos que resultam da metodologia se relacionam exclusivamente com os hiatos do produto, ou seja, todas as outras variações das exportações e importações atribuíveis a aspetos temporários estão incluídas na componente não ajustada do ciclo.

### Exportações e importações de bens e serviços ajustadas do ciclo – principais resultados

O gráfico C7.1 representa o ajustamento cíclico obtido para as exportações e importações obtido através das respetivas elasticidades de comércio.

O painel A do gráfico C7.1 apresenta, para Portugal, a série das exportações de bens e serviços observadas e ajustadas do ciclo económico em percentagem do PIB. O elemento que se destaca é o forte aumento do peso das exportações no PIB desde o início do século.

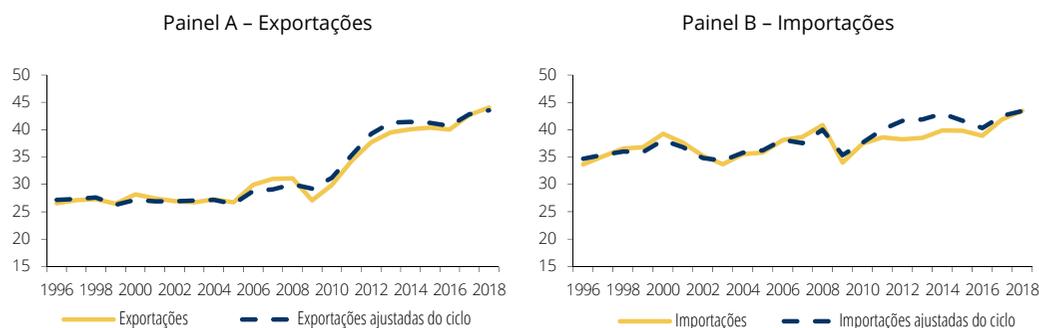
56. Uma contribuição importante para a última vertente da literatura é a de Fabiani et al. (2016), que sugere um modelo baseado nas elasticidades do comércio para as exportações e importações.

57. [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201902\\_p.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201902_p.pdf).

58. Se o PIB estrangeiro (doméstico) aumentar um por cento, as exportações (importações) aumentam em  $\Delta X$  ( $\Delta M$ ) por cento.

59. Os resultados obtidos para as estimativas da elasticidade das importações e exportações para Portugal são, respetivamente, 1,48 e 2,6.

**Gráfico C7.1 • Exportações e importações ajustadas do ciclo, 1996-2018 | Em percentagem do PIB**



Fonte: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Tal como se pode observar pela comparação entre o valor das exportações observadas e ajustadas, os desenvolvimentos cíclicos nos mercados externos não afetaram fortemente a trajetória das exportações domésticas. Nos anos que antecederam a crise de 2008, os hiatos do produto positivos no exterior conduziram as exportações portuguesas para níveis acima do valor ajustado do ciclo. No período seguinte, a evolução cíclica negativa dos mercados externos levou o rácio das exportações em relação ao PIB a situar-se abaixo do valor ajustado do ciclo. Mais recentemente, a dinâmica das exportações tornou-se mais moderada, situando-se a um nível próximo do valor ajustado do ciclo, em percentagem do PIB. Em geral, a diferença entre as exportações observadas e ajustadas em rácio do PIB têm sido relativamente pequenas, nunca excedendo em termos absolutos 2,2 pp.

O painel B do gráfico C7.1 mostra os resultados para o ajustamento das importações de bens e serviços ao ciclo doméstico. Os resultados mostram que, de 1996 a 2008, as variações observadas nas importações de bens e serviços em percentagem do PIB tiveram em grande parte uma natureza não cíclica. No entanto, após esse período, o facto do peso das importações se situar sistematicamente abaixo do nível ajustado do ciclo significa que a contração da procura interna associada a um hiato do produto negativo reduziu significativamente as importações. Neste período o maior ajustamento cíclico representou 3,4 pp do PIB, em 2012 e 2013.

O ajustamento cíclico combinado das exportações e importações de bens e serviços (exportações líquidas) é representado no gráfico C7.2, painel A. No painel B apresentam-se as contribuições das exportações e importações para a diferença entre os valores ajustados e observados.

De acordo com os resultados obtidos, no período 2011-2018, as exportações líquidas de bens e serviços ajustadas do ciclo situaram-se em média cerca de 1 pp do PIB abaixo do observado. Este resultado resulta do facto de o ajustamento cíclico das importações ser superior ao das exportações.

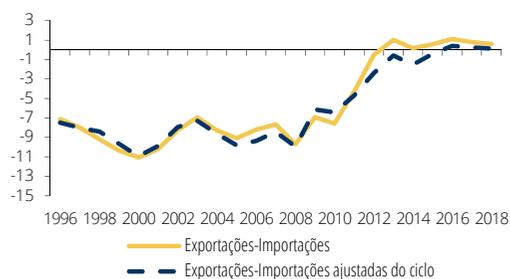
Nos últimos anos, a diferença entre as exportações líquidas ajustadas e não ajustadas do ciclo diminuiu progressivamente, atingindo 0,5 pp em 2018. O ajustamento ao ciclo económico não é muito elevado em termos de magnitude. De acordo com este tipo de metodologia, conclui-se que a maior parte da evolução observada no saldo da balança de bens e serviços portuguesa nos últimos anos terá tido uma natureza não cíclica.

A evolução da balança de bens e serviços tem contribuído para uma tendência de melhoria do saldo da balança corrente em Portugal após a crise das dívidas soberanas. Esta tendência deve ser reforçada, sendo muito importante uma monitorização contínua do saldo das contas externas.

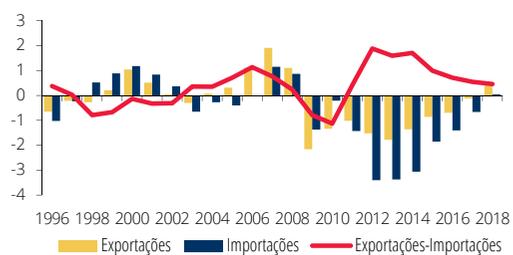
Apenas através de saldos da balança corrente próximos de zero ou positivos poderá observar-se uma substancial redução do endividamento externo, reduzindo a exposição da economia a riscos económicos e financeiros de origem externa.

**Gráfico C7.2 • Balança de bens e serviços ajustada do ciclo, 1996-2018 | Em percentagem do PIB**

**Painel A – Balança de bens e serviços observada e ajustada do ciclo**

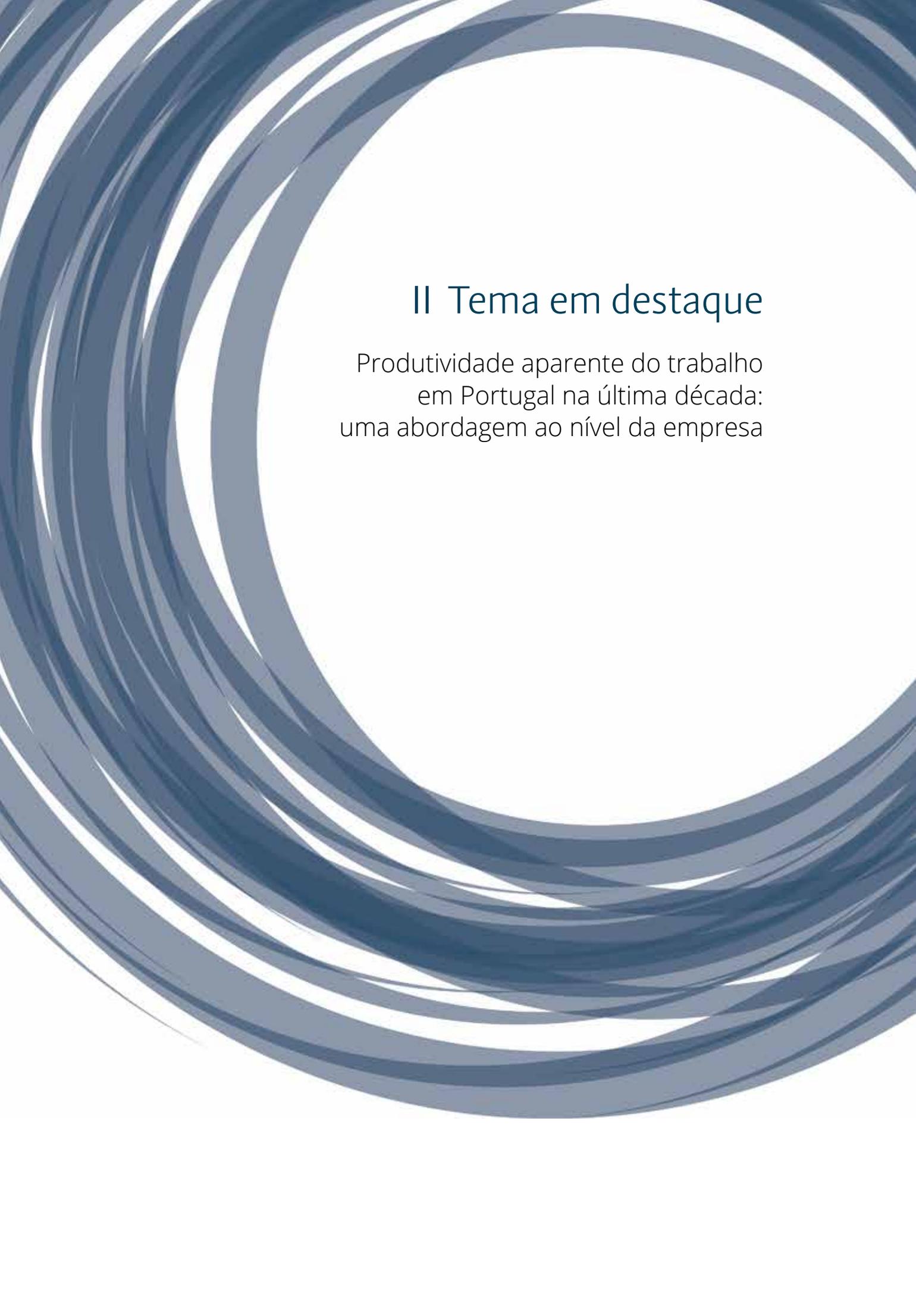


**Painel B – Contributos para o ajustamento cíclico**



Fonte: INE e cálculos do Banco de Portugal.





## II Tema em destaque

Produtividade aparente do trabalho  
em Portugal na última década:  
uma abordagem ao nível da empresa



# Produtividade aparente do trabalho em Portugal na última década: uma abordagem ao nível da empresa

## Introdução

As Contas Nacionais apontam para uma estagnação dos níveis de produtividade aparente do trabalho em Portugal nos últimos anos, num contexto de algum crescimento por parte da generalidade dos países da área do euro e da União Europeia. Este resultado constitui um desafio importante, na medida em que ganhos de produtividade – resultantes de melhorias no capital humano, de incrementos no *stock* de capital disponível por trabalhador ou de progresso tecnológico – são determinantes para sustentar aumentos de bem-estar no longo prazo.<sup>1</sup> A análise das dinâmicas micro que compõem os resultados para Portugal contribui para um melhor entendimento da evolução recente. Na verdade, os desenvolvimentos agregados podem esconder alterações relevantes ao nível micro, como, por exemplo, o dinamismo de alguns grupos de empresas ou mudanças na composição do tecido produtivo em Portugal.

Neste Tema em destaque é utilizada informação ao nível da empresa, obtida com base nos dados contabilísticos transmitidos ao Banco de Portugal no âmbito da Informação Empresarial Simplificada (IES).<sup>2</sup> Esta base de dados reúne informação anual detalhada para o universo das empresas não financeiras localizadas em Portugal, desde 2006. A informação longitudinal disponível na IES, conjugada com informação sobre deflatores das Contas Nacionais, permite calcular, ao nível da empresa e para cada ano, a variável em que se foca a presente análise – a produtividade aparente do trabalho em termos reais (a preços de 2016) – correspondente ao rácio entre o valor acrescentado bruto (VAB) a custo de fatores e o número de trabalhadores equivalentes a tempo inteiro.<sup>3,4</sup>

De forma a estudar os desenvolvimentos estruturais, a análise aqui apresentada centra-se nas alterações ocorridas entre 2008 e 2017.<sup>5</sup> Foram consideradas apenas empresas em atividade, pertencentes aos seguintes setores: (i) indústria transformadora; (ii) construção; (iii) comércio, reparação de veículos, atividades de alojamento e restauração; e (iv) atividades de informação e comunicação;

1. Para uma análise individual destes elementos, consultar anteriores edições do *Boletim Económico*. Sobre capital humano: Caixa 7 do *Boletim Económico* de Maio de 2018 “Evolução das qualificações da força de trabalho em Portugal”; sobre o *stock* de capital: Caixa 10 do *Boletim Económico* de Maio de 2018 “*Stock* de capital da economia portuguesa” e Caixa 5.1. do *Boletim Económico* de Maio de 2017 “Capital por trabalhador e produtividade”; sobre produtividade total dos fatores (onde se inclui o progresso tecnológico): Tema em destaque do *Boletim Económico* de Outubro de 2018 “Reafetação de recursos e produtividade total dos fatores em Portugal”.
2. Através da IES as empresas cumprem as obrigações de declaração das contas anuais perante os Ministérios das Finanças e da Justiça, o Banco de Portugal e o Instituto Nacional de Estatística (INE).
3. Por definição, empresas sem trabalhadores não são consideradas na análise (uma vez que não é possível ter um denominador zero). De forma a estimar o valor acrescentado bruto em termos reais foram construídos índices de preços com base na desagregação por 38 ramos de atividade publicada pelo INE, nas Contas Nacionais. Estes índices foram definidos considerando 2016 como ano base. Para mais detalhes consultar o Anexo 1.
4. No decorrer do texto, utilizar-se-á também, com o mesmo sentido, o termo mais curto “produtividade”.
5. Estes dois anos são também momentos relativamente semelhantes em termos de ciclo económico, sendo por isso particularmente relevantes para avaliar desenvolvimentos de carácter estrutural.

atividades de consultoria, técnicas e científicas; atividades de serviços administrativos; atividades imobiliárias; transportes e armazenagem; e atividades artísticas, de espetáculos e recreativas (adiante designado por “outros serviços”).<sup>6</sup> De acordo com as Contas Nacionais, estes setores perfazem, em média, cerca de dois terços do VAB real da economia entre 2008 e 2017.<sup>7</sup>

Nas secções seguintes, após uma caracterização geral, elabora-se uma análise mais detalhada da distribuição da produtividade das empresas. Começa-se por distinguir o comportamento das empresas que participam no comércio internacional daquelas que apenas se focam no mercado interno, estudando-se também alterações no peso relativo dos diferentes grupos. De seguida, avaliam-se possíveis diferenças entre coortes, comparando as empresas já instaladas com as criadas em anos mais recentes. Analisa-se, também, a produtividade por dimensão da empresa, estudando-se a sua capacidade de crescimento. Por fim, considera-se a heterogeneidade de desempenho ao longo da distribuição, comparando diferentes percentis.

## Caracterização geral

O gráfico 1 apresenta a distribuição da produtividade aparente do trabalho, em 2008 e 2017, para o conjunto dos setores considerados. É possível retirar duas conclusões. A primeira é que, tal como sucede nos Estados Unidos e noutros países da União Europeia (Mayer e Ottaviano, 2008 e Bernard et al., 2012), a distribuição da produtividade é muito enviesada à esquerda, o que significa que há uma grande massa de empresas com produtividade muito reduzida. Por essa razão, a utilização de médias é particularmente enganadora relativamente aos reais desenvolvimentos individuais das empresas que compõem uma economia. A análise deste Tema em destaque focar-se-á, por isso, em toda a distribuição. Acresce que, como defendido por exemplo por Altamonte et al. (2016), a unidade relevante para discutir a evolução da produtividade é a empresa, uma vez que é a sua capacidade individual para utilizar os recursos disponíveis e criar valor que determina a competitividade agregada.

A segunda conclusão do gráfico 1 é que, volvida uma década, a distribuição da produtividade não se alterou substancialmente, quer em termos de localização, quer em termos de dispersão. Entre 2008 e 2017, a produtividade da empresa mediana registou um ligeiro aumento de 13,6 para 14 mil euros por trabalhador, o percentil 25 subiu de 8,3 para 8,4 mil euros, e o percentil 75 passou de 22,5 para 23,4 mil euros.<sup>8</sup> Nas restantes secções deste Tema em destaque faz-se uso da riqueza da informação ao nível da empresa para melhor compreender a evolução estrutural da última década.

Tendo em conta as diferentes características setoriais, o gráfico 2 compara, para cada um dos quatro setores considerados, a evolução da distribuição da produtividade na última década. Mais uma vez, para cada setor de atividade, é notória uma semelhança entre 2008 e 2017, apenas com alguns ganhos no setor do comércio, reparação de veículos, atividades de alojamento e restauração,

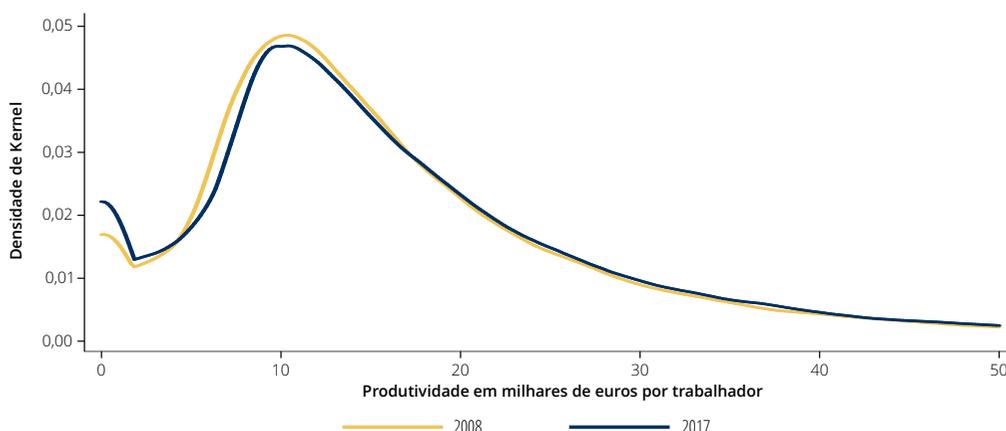
6. Pelas suas características específicas ou pela ausência de cobertura na IES (que abrange apenas empresas e não empresários em nome individual), não foram considerados o setor primário, o setor financeiro, o setor das utilidades (eletricidade, gás e água) e as atividades não mercantis (educação, saúde e administração pública).

7. A construção representa 5%, a indústria 14%, o comércio, reparação, alojamento e restauração 18% e os outros serviços 29% (dados da Contas Nacionais).

8. O aumento em 2017 da massa de empresas com produtividade inferior a 1000 euros por trabalhador deve-se ao aumento do peso relativo das empresas entradas no próprio ano (empresas essas que, por estarem no seu primeiro ano de operação, apresentam em geral uma produtividade inferior às empresas já existentes no mercado). Acresce ainda alguma deterioração da qualidade das empresas à entrada, com um maior diferencial face à produtividade das empresas já instaladas.

sobretudo nos percentis mais elevados.<sup>9</sup> Ainda assim, nos restantes setores há uma redução da diferença interquartis (i.e. entre o percentil 75 e o percentil 25), o que pode indicar uma afetação de recursos mais eficiente.<sup>10</sup>

**Gráfico 1 • Distribuição da produtividade em 2008 e 2017 para a indústria, construção e serviços | Em milhares de euros por trabalhador**

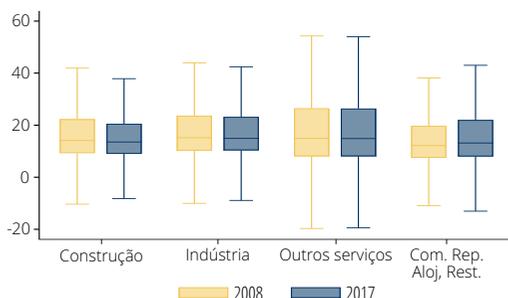


Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: A estimativa de densidade Kernel é uma forma não-paramétrica de estimar a função de densidade de probabilidade de uma variável. Na literatura, estas estimativas de densidade são consideradas preferíveis às dos histogramas para variáveis contínuas, nomeadamente por alisarem a distribuição. Para facilitar a leitura do gráfico, na distribuição de Kernel apresentada, a produtividade encontra-se truncada entre 0 e 50 mil euros por trabalhador (tendo a distribuição sido calculada com base na totalidade das observações).

Apesar de não ser possível identificar ganhos claros na distribuição setorial da produtividade, a observação do gráfico 3 sugere existirem diferenças na distribuição da produtividade nos diferentes setores, que se dissipam para os níveis de produtividade mais elevados. Tendo em conta as diferenças estruturais entre setores, é particularmente relevante avaliá-las numa análise condicionada à dimensão da empresa, estatuto exportador/importador, ano de entrada no mercado e ciclo económico.<sup>11</sup> A análise de quantis sublinha as diferenças ao longo da distribuição (Quadro 1). Face à indústria, as empresas do setor do comércio, reparação de veículos, atividades de alojamento e restauração são em geral menos produtivas, com exceção das empresas nos percentis mais elevados. Inversamente, as empresas dos outros serviços são mais produtivas (exceto nos percentis mais baixos), com um diferencial crescente ao longo da distribuição. Finalmente, a produtividade das empresas da construção é relativamente similar à das empresas na indústria nos percentis intermédios, acentuando-se as diferenças nos extremos da distribuição (negativas nos percentis mais baixos e positivas nos percentis mais altos).

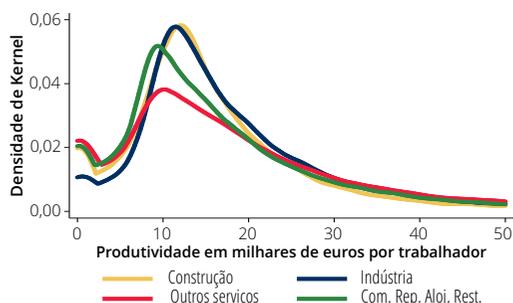
9. No gráfico 2 é visível também que algumas empresas apresentam níveis de produtividade – i.e. de VAB por trabalhador – negativos. De facto, o VAB (resultante, em linhas gerais, da diferença entre produção e consumos intermédios) pode, conceptualmente, ser negativo. Nos dados considerados neste Tema em destaque, a proporção de empresas com VAB negativo é inferior a 7%, tanto em 2008 como em 2017, tratando-se sobretudo de micro empresas. Setorialmente, a prevalência é menor na indústria. As empresas com até dois anos de atividade são responsáveis por 47% das observações negativas em 2008 e 60% em 2017. Apenas cerca de 10% das observações com VAB inferior a zero resultam de empresas com mais de dois anos de operação e com VAB negativo em dois anos consecutivos.
10. Na literatura, as medidas de dispersão são utilizadas como indicadores da eficiência na alocação de recursos. Para uma análise para Portugal, usando a produtividade total dos fatores, ver Dias et al. (2016).
11. Tendo em conta as diferenças na preponderância do fator produtivo capital nos diferentes setores, esta análise foi replicada fixando também o nível de capital por trabalhador, aproximando-se a medida de capital pelo *stock* de ativos fixos de balanço. Os resultados apresentados mantêm-se globalmente inalterados.

**Gráfico 2 • Diagrama de extremos e quartis da produtividade em 2008 e 2017, por setor de atividade | Em milhares de euros por trabalhador**



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: O setor “Com. Rep. Aloj. Rest.” abrange o comércio, a reparação de veículos e as atividades de alojamento e restauração. Num diagrama de extremos e quartis a caixa central representa os valores do percentil 25 até ao percentil 75 (intervalo interquartis), correspondendo a linha horizontal à mediana da distribuição (percentil 50). A linha vertical do diagrama estende-se do valor mínimo ao valor máximo, excluindo valores extremos (valores inferiores à diferença entre o percentil 25 e 1,5 vezes o intervalo interquartis, ou superiores à soma do percentil 75 com 1,5 vezes o intervalo interquartis).

**Gráfico 3 • Distribuição da produtividade em 2017, por setor de atividade | Em milhares de euros por trabalhador**



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: O setor “Com. Rep. Aloj. Rest.” abrange o comércio, a reparação de veículos e as atividades de alojamento e restauração. Para mais detalhes sobre a distribuição de Kernel ver nota ao gráfico 1.

**Quadro 1 • Diferencial de produtividade setorial face à indústria | Em milhares de euros por trabalhador**

Variáveis	Percentil 10	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 90
<b>Setores de atividade (categoria omitida: indústria)</b>					
Construção	-1,346 (0,0344)	-0,359 (0,0256)	-0,150 (0,0250)	-0,043 <sup>(a)</sup> (0,0443)	2,224 (0,110)
Outros serviços	-0,375 (0,0263)	0,432 (0,0213)	1,935 (0,0244)	5,382 (0,0440)	13,600 (0,109)
Comércio, reparação, alojamento e restauração	-0,486 (0,0235)	-0,666 (0,0193)	-0,771 (0,0211)	-0,674 (0,0363)	0,350 (0,0795)
Número de observações	2 404 405	2 404 405	2 404 405	2 404 405	2 404 405

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Os resultados apresentados resultam de uma regressão de quantis, que permite calcular estatísticas descritivas condicionais às restantes variáveis explicativas incluídas no modelo. Para mais detalhes consultar o Anexo 2. Os coeficientes assinalados com <sup>(a)</sup> não são estatisticamente significativos. Os restantes coeficientes são estatisticamente significativos para um nível de significância de 1%. Os desvios-padrão robustos são apresentados entre parêntesis.

É por isso importante averiguar se, na última década, se registou uma recomposição setorial, com um maior peso dos setores mais produtivos. De facto, as empresas do setor outros serviços ganharam peso relativo, passando de 30% para 35% do universo em análise, com um aumento de 23% no número de empresas a operar no setor (Quadro 2).<sup>12</sup> Como veremos adiante, estas novas empresas conseguirão rapidamente convergir para os padrões de produtividade do setor.

12. Este aumento é generalizado dentro do setor. Transportes e armazenagem foi o único dos subsectores considerado nos “outros serviços” que não registou um aumento do número de empresas.

Apesar dos restantes setores terem perdido peso relativo, estas perdas resultam de desenvolvimentos diferenciados: a queda do peso da indústria e sobretudo da construção reflete a redução do número de empresas a operar no setor (-5% e -18%, respetivamente), enquanto a ligeira perda de peso do setor do comércio, reparação de veículos, alojamento e restauração resulta de um aumento de 4% do número de empresas, concentrado no subsectores alojamento e restauração.

**Quadro 2 • Evolução do número de empresas em cada setor de atividade, entre 2008 e 2017**

	2008		2017		2017 e 2008	
	Empresas	Peso relativo	Empresas	Peso relativo	Taxa de crescimento	Varição do peso relativo
<b>Setores de atividade</b>						
Indústria	35 806	14%	33 839	13%	-5%	-1,4 pp
Construção	37 726	15%	30 764	11%	-18%	-3,3 pp
Comércio, reparação, alojamento e restauração	105 948	41%	110 348	41%	4%	-0,3 pp
Outros serviços	76 005	30%	93 393	35%	23%	5,1 pp
<b>Total</b>	<b>255 485</b>	<b>100%</b>	<b>268 344</b>	<b>100%</b>	<b>5%</b>	<b>-</b>

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

## Participação no comércio internacional

Neste Tema em destaque, as empresas são, em cada ano, classificadas como exportadoras (importadoras) se o seu valor de exportações (importações) totaliza, nesse ano e no ano anterior, pelo menos 10% das suas vendas (compras).

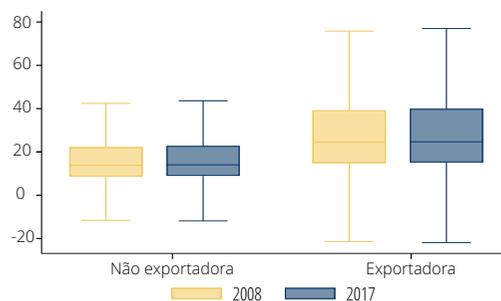
Os gráficos 4 e 5 permitem comparar a evolução da distribuição da produtividade aparente do trabalho na última década tanto para as empresas envolvidas no comércio internacional, como para as empresas que operam essencialmente no mercado português.<sup>13</sup> Dentro de cada grupo, não se registou uma alteração significativa da distribuição entre 2008 e 2017, com exceção do grupo das empresas importadoras. Para estas, há uma melhoria da produtividade ao longo de toda a distribuição, com ganhos transversais aos diferentes percentis.

Adicionalmente, é inequívoca a existência de um diferencial positivo (ainda que relativamente estável ao longo do tempo) entre empresas que participam no comércio internacional e as restantes, como é também visível no gráfico 6. É expectável que as empresas exportadoras, aptas a competir nos mercados internacionais, possuam níveis de produtividade mais elevados. Da mesma forma, as empresas importadoras beneficiam do acesso a bens intermédios mais diversificados (o que se pode traduzir tanto na qualidade como no preço dos mesmos) e da exposição a cadeias de valor globais, sendo, também, mais produtivas face às empresas que não importam.<sup>14</sup>

13. Para garantir a comparabilidade dos grupos, e tendo em conta a definição usada de exportadoras/importadoras, apenas são consideradas empresas já em atividade no ano anterior.

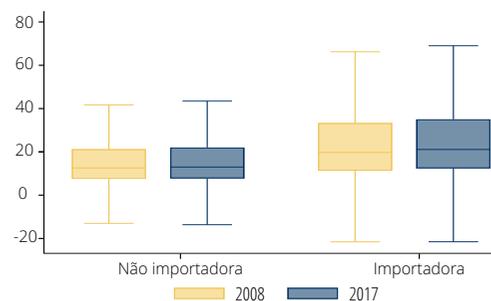
14. Para uma análise das margens extensiva (i.e. entrada e saída de empresas exportadoras/importadoras) e intensiva (i.e. vendas/compras por parte das exportadoras/importadoras que continuam) nas dimensões empresa, destino e produto, bem como para uma comparação das diferentes gerações de empresas que operam no mercado internacional, ver Amador e Opromolla (2013, 2017).

**Gráfico 4 •** Diagrama de extremos e quartis da produtividade em 2008 e 2017, por estatuto exportador | Em milhares de euros por trabalhador



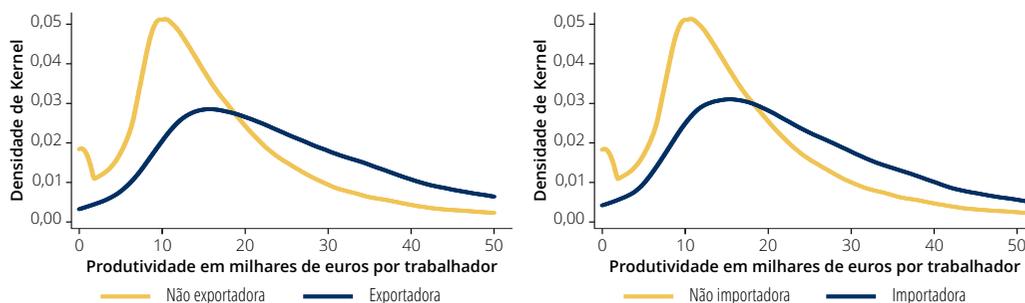
Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Para mais detalhes sobre o diagrama de extremos e quartis ver nota ao gráfico 2.

**Gráfico 5 •** Diagrama de extremos e quartis da produtividade em 2008 e 2017, por estatuto importador | Em milhares de euros por trabalhador



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Para mais detalhes sobre o diagrama de extremos e quartis ver nota ao gráfico 2.

**Gráfico 6 •** Distribuição da produtividade em 2017, por estatutos exportador e importador | Em milhares de euros por trabalhador



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Para mais detalhes sobre a distribuição de Kernel ver nota ao gráfico 1.

De facto, expurgando os efeitos de dimensão da empresa, setor, ano de entrada no mercado e ciclo económico, é possível confirmar o diferencial positivo de produtividade das empresas que exportam parte da sua produção e/ou importam *inputs* para o seu processo produtivo, face às empresas que não participam no comércio internacional (Quadro 3). Este efeito verifica-se ao longo de toda a distribuição, acentuando-se para os percentis mais elevados. O efeito conjunto de exportar e importar é inferior à soma dos efeitos individuais – possivelmente indicando que os canais através dos quais os ganhos de produtividade operam são em larga medida semelhantes – mas, ainda assim, superior ao de deter apenas um dos estatutos. A título de exemplo, a empresa mediana (na distribuição da produtividade) do grupo das exportadoras tem uma produtividade superior em 8,5 mil euros por trabalhador à da empresa mediana do grupo das não exportadoras. Os efeitos do estatuto importador são inferiores mas ainda assim relevantes, situando-se em cerca de 5,8 mil euros. Finalmente, o efeito conjunto é de 9,9 mil euros por trabalhador.

Assim, o aumento observado ao longo da última década na prevalência de empresas exportadoras em todos os setores – nomeadamente a partir de 2010 – é um desenvolvimento positivo que contribui para o aumento da produtividade agregada (Gráfico 7).<sup>15</sup> Note-se que, se é verdade que as novas

15. Note-se que, em particular no setor do comércio, reparação, alojamento e restauração, o peso das empresas exportadoras encontra-se subvalorizado, na medida em que não é possível identificar na IES, como exportações de turismo, as vendas a não residentes em território nacional.

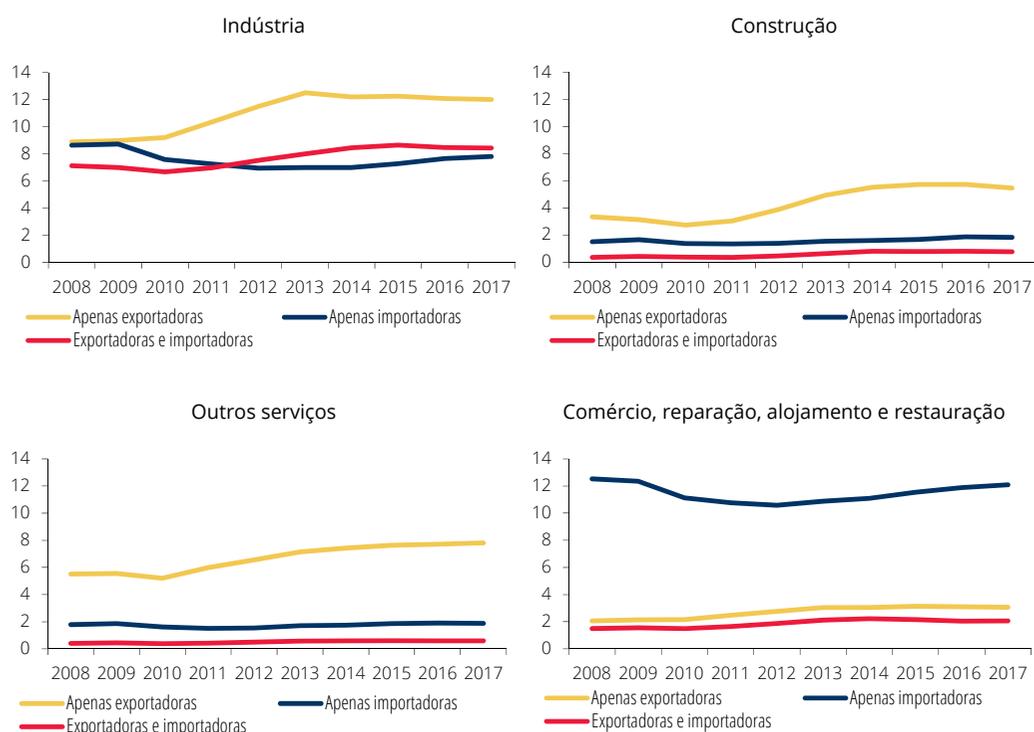
exportadoras já detinham, antes de começarem a exportar, níveis de produtividade mais elevados do que as empresas que não entraram em mercados externos, é também verdade que essas novas exportadoras registaram ganhos adicionais depois de iniciarem a sua atividade exportadora, corroborando assim o impacto agregado positivo do acréscimo no número de exportadoras (resultado sumariado no gráfico 8 e apresentado com maior detalhe no quadro 4).

**Quadro 3 • Diferencial de produtividade das empresas envolvidas em comércio internacional**  
| Em milhares de euros por trabalhador

Variáveis	Percentil 10	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 90
<b>Participação no comércio internacional</b> (categoria omitida: empresas não exportadoras nem importadoras)					
Apenas exportadoras	3,432 (0,0409)	4,758 (0,0395)	8,459 (0,0567)	14,260 (0,0955)	24,000 (0,266)
Apenas importadoras	2,647 (0,0317)	3,351 (0,0285)	5,766 (0,0411)	10,450 (0,0767)	17,850 (0,176)
Empresas simultaneamente exportadoras e importadoras	3,785 (0,0588)	5,775 (0,0721)	9,879 (0,0981)	16,400 (0,161)	25,610 (0,417)
Número de observações	2 404 405	2 404 405	2 404 405	2 404 405	2 404 405

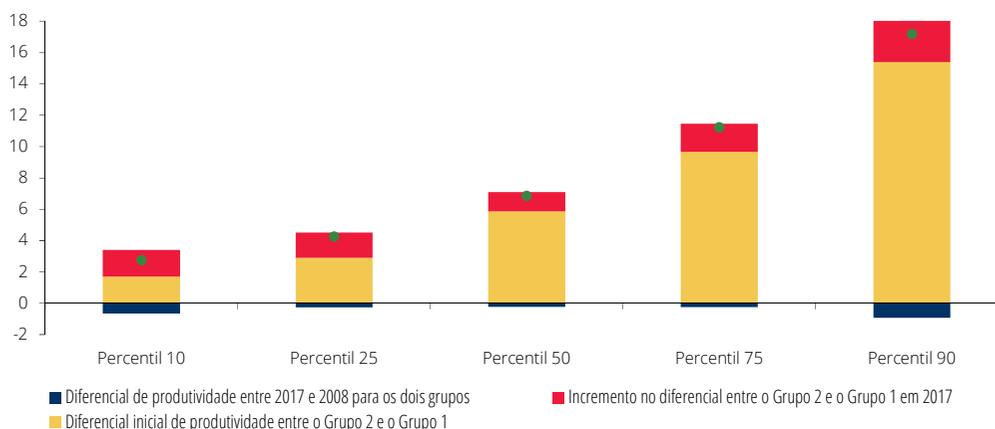
Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Os resultados apresentados resultam de uma regressão de quantis, que permite calcular estatísticas descritivas condicionais às restantes variáveis explicativas incluídas no modelo. Para mais detalhes consultar o Anexo 2. Todos os coeficientes são estatisticamente significativos para um nível de significância de 1%. Os desvios-padrão robustos são apresentados entre parêntesis.

**Gráfico 7 • Peso relativo das empresas envolvidas no comércio internacional, por setor de atividade**  
| Em percentagem



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

**Gráfico 8 • Diferencial de produtividade das novas exportadoras incumbentes entre 2008 e 2017 | Em milhares de euros por trabalhador – Grupo 1: empresas incumbentes que permaneceram não exportadoras – Grupo 2: empresas incumbentes que passaram a exportar**



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: A análise apresentada pretende ser ilustrativa, focando-se no grupo das empresas incumbentes (que não totalizam o universo das novas exportadoras). Os resultados foram obtidos a partir de uma regressão de diferença nas diferenças, apresentada no quadro 4. Para mais detalhes consultar o Anexo 4.

**Quadro 4 • Diferencial de produtividade das novas exportadoras incumbentes entre 2008 e 2017 | Em milhares de euros por trabalhador – Grupo 1: empresas incumbentes que permaneceram não exportadoras – Grupo 2: empresas incumbentes que passaram a exportar**

Variáveis	Percentil 10	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 90
Diferencial de produtividade entre 2017 e 2008 para os dois grupos	-0,657 (0,0573)	-0,263 (0,0338)	-0,227 (0,0457)	-0,237 (0,0896)	-0,928 (0,220)
Diferencial inicial de produtividade entre o grupo 2 e o grupo 1	1,692 (0,206)	2,901 (0,167)	5,861 (0,278)	9,666 (0,400)	15,390 (1,068)
Incremento no diferencial entre o grupo 2 e o grupo 1 em 2017	1,710 (0,272)	1,615 (0,222)	1,220 (0,384)	1,787 (0,596)	2,720 (1,494)
Número de observações	254 390	254 390	254 390	254 390	254 390

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: A análise apresentada no quadro pretende ser ilustrativa, focando-se no grupo das empresas incumbentes (que não totalizam o universo das novas empresas exportadoras). A regressão de diferenças nas diferenças foi estimada distinguindo dois grupos: o grupo de controlo, C (neste caso, as incumbentes que não exportavam em 2008 e que mantiveram esse estatuto em 2017 – Grupo 1) e o grupo de tratamento, T, (isto é, as incumbentes que não exportavam em 2008 e que têm estatuto exportador em 2017 – Grupo 2). A diferença  $(T_{2017} - T_{2008}) - (C_{2017} - C_{2008})$  – lida na terceira linha do quadro – representa o ganho adicional no período considerado do grupo de tratamento (as novas exportadoras dentro das incumbentes) face ao grupo de controlo (as não exportadoras dentro das incumbentes). A regressão inclui controlos para o setor e a dimensão. Os coeficientes são estatisticamente significativos com um nível de significância de, no máximo, 10%. Os desvios-padrão robustos são apresentados entre parêntesis. Para mais detalhes ver Anexo 4.

O mesmo padrão não é observável para as empresas importadoras, cujo peso permanece próximo dos valores de 2008 (Gráfico 7). A redução observada no peso das empresas na indústria transformadora e no setor do comércio, reparação de veículos, atividades de alojamento e restauração que apenas importam coincide com um aumento do peso relativo das empresas que simultaneamente importam e exportam.

Globalmente, verifica-se um aumento do peso relativo das empresas que participam em trocas internacionais: 3,6 pp na indústria, 2,8 pp na construção, 2,6 pp nos outros serviços e 1,1 pp no setor do comércio, reparação de veículos, atividades de alojamento e restauração. Esse aumento ocorre

também em termos absolutos: o número de empresas que exportam ou importam aumentou, ao longo da última década, 8% na indústria, 25% na construção, 62% nos outros serviços e 11% no comércio, reparação de veículos, atividades de alojamento e restauração. As taxas de crescimento correspondentes para as empresas que operam apenas no mercado interno foram -10%, -22%, 18% e 2% (ver Anexo 3).

## Ano de entrada no mercado

As dinâmicas de produtividade de uma economia são determinadas pelo comportamento das empresas que já estão no mercado, mas também pelo das recém-chegadas. Se estas últimas registarem um padrão de evolução da sua produtividade diferente das empresas instaladas, é de esperar uma repercussão na dinâmica global a longo prazo. Torna-se, assim, relevante realizar uma análise de coortes, comparando essas dinâmicas.

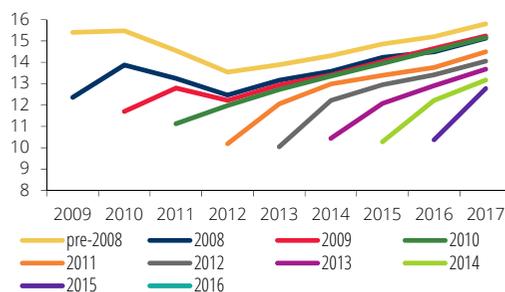
Na análise que se segue, o ponto de referência são as empresas incumbentes, isto é, as criadas antes de 2008 e que permanecem ativas em 2017. Este grupo representa 49% do total de cerca de 268 mil empresas ativas em 2017 nos setores em análise. Por comparação com este grupo, avaliaram-se os ganhos de produtividade das empresas que se encontram ativas em 2017 mas que foram constituídas no período compreendido entre 2008 e 2016. Estas empresas, chegadas ao mercado a partir de 2008, constituem 43% do total das empresas em 2017 (cada coorte individual pesa entre 3% e 7%, sendo naturalmente crescente com a proximidade a 2017, pela menor exigência da condição de “sobrevivência”).

Uma análise na mediana da produtividade (não condicionada) demonstra visíveis ganhos nas empresas criadas na última década, cuja mediana converge para os níveis de produtividade das empresas incumbentes, mas não os ultrapassa (Gráfico 9).<sup>16</sup> A análise condicionada apresentada no Anexo 2, para vários percentis, confirma que o diferencial para as incumbentes é decrescente com a idade da empresa, um padrão de convergência visível em toda a distribuição, e permite também retirar duas outras conclusões: (i) as melhores empresas de cada coorte (percentil 90) conseguem, ao fim de algum tempo em atividade, ultrapassar as melhores empresas incumbentes (resultado ilustrado também no gráfico 10, em termos não condicionados) e (ii) a convergência das empresas nos percentis mais reduzidos (percentil 10 e percentil 25) é relativamente rápida, tendo em consideração o seu elevado diferencial de produtividade nos anos iniciais.

Há ainda um grupo de empresas criadas em 2017 que representa 8% do total de empresas ativas nesse ano. O peso das empresas novas é superior em quase 1 pp face a 2008 (desenvolvimento que afeta todos os setores, exceto a indústria, em que a taxa de entrada se mantém inalterada nos 5%), havendo, no entanto, uma deterioração da qualidade das empresas à entrada. Em 2008 a mediana da produtividade das novas empresas foi, para a construção, indústria, comércio, reparação de veículos, alojamento e restauração e outros serviços, de, respetivamente, 53%, 48%, 27% e 22% da mediana das restantes empresas no mercado. Em 2017 esses valores caíram para 48%, 32%, 8% e 15%, contribuindo para uma deterioração, pelo menos no curto prazo, do desempenho global. Em sentido contrário, importa assinalar que as empresas ativas entre 2008 e 2016 mas que não sobreviveram até 2017 eram empresas menos produtivas do que as incumbentes (cerca de 60% na mediana) apontando, assim, para um processo de seleção das melhores empresas.

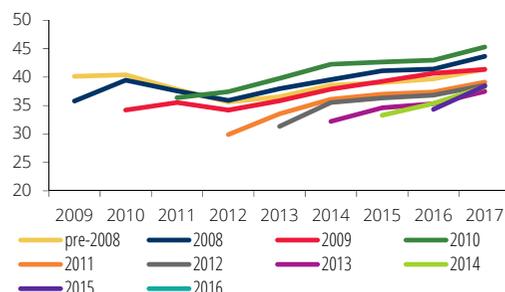
16. É importante notar que o grupo das incumbentes é uma seleção de empresas particularmente resilientes, na medida em que se mantiveram no mercado durante a severa crise económico-financeira que o país enfrentou.

**Gráfico 9 • Mediana da produtividade das empresas, por ano de entrada no mercado**  
| Em milhares de euros por trabalhador



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Nota: As empresas incumbentes correspondem no gráfico às “pre-2008”. Por questões de comparabilidade, o gráfico não apresenta valores para o primeiro ano de atividade, uma vez que as empresas não se encontram ativas o mesmo número de meses.

**Gráfico 10 • Percentil 90 da produtividade das empresas, por ano de entrada no mercado**  
| Em milhares de euros por trabalhador



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: As empresas incumbentes correspondem no gráfico às “pre-2008”. Por questões de comparabilidade, o gráfico não apresenta valores para o primeiro ano de atividade, uma vez que as empresas não se encontram ativas o mesmo número de meses.

## Dimensão da empresa

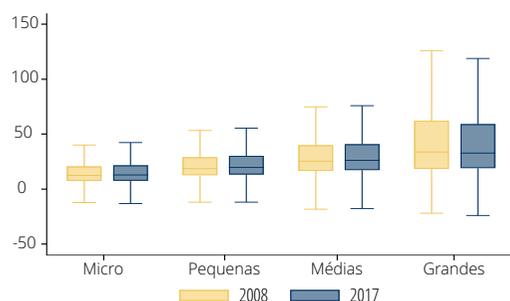
O gráfico 11 permite comparar a evolução da produtividade na última década consoante a dimensão das empresas, medida em termos do número de trabalhadores e volume de negócios.<sup>17</sup> Dentro de cada escalão de dimensão, não existiram alterações significativas na distribuição de produtividade entre 2008 e 2017, excetuando uma deterioração da produtividade das grandes empresas nos percentis mais elevados.

Ainda assim, é evidente que a distribuição da produtividade melhora ao longo das classes de dimensão da empresa. Como é também visível no gráfico 12, existe uma relação monótona entre os escalões de dimensão e o valor acrescentado por trabalhador, relação essa que se mantém mesmo quando condicionada ao setor de atividade, ao estatuto exportador/importador, ao ano de entrada do mercado e ao ciclo económico (Quadro 5). Efetivamente, o diferencial de produtividade das empresas de maior dimensão subsiste ao longo de toda a distribuição. Além disso, os ganhos são proporcionalmente maiores para os percentis mais elevados (Quadro 5). Por exemplo, no percentil 25, o diferencial face a uma empresa micro é de 4,4 mil euros por trabalhador, para uma empresa pequena, subindo para cerca do dobro no caso de uma empresa grande (8,6 mil euros); no percentil 75, esses diferenciais são, respetivamente, 6,2 e 31 mil euros (ou seja, o acréscimo para as grandes empresas é o quádruplo do acréscimo para as pequenas).

Este padrão torna particularmente importante avaliar a capacidade de crescimento das empresas portuguesas. Na generalidade, a proporção de empresas micro aumentou na última década, passando de 82,5% para 85,1% (Quadro 6), desenvolvimento que percorre todos os setores de atividade. Este resultado reflete também a recomposição setorial discutida anteriormente, com um crescimento do número de empresas nos setores de serviços, onde a preponderância de micro empresas é mais elevada.

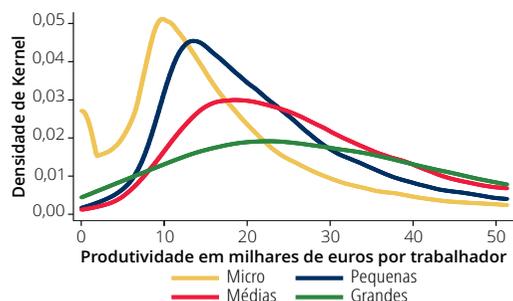
17. De acordo com a legislação em vigor (Recomendação da Comissão Europeia 2003/361/CE), a categoria de micro, pequenas e médias empresas (PME) é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros. De entre as PME, as micro empresas possuem menos de 10 trabalhadores e um volume de negócios anual ou balanço total anual não superior a 2 milhões de euros. Por seu turno, as pequenas empresas empregam menos de 50 pessoas e possuem um volume de negócios anual ou balanço total anual não superior a 10 milhões de euros. Desta forma, as grandes empresas correspondem àquelas que não pertencem a nenhuma das três categorias referidas anteriormente.

**Gráfico 11 •** Diagrama de extremos e quartis da produtividade em 2008 e 2017, por classe de dimensão da empresa | Em milhares de euros por trabalhador



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Para mais detalhes sobre o diagrama de extremos e quartis ver nota ao gráfico 2.

**Gráfico 12 •** Distribuição da produtividade em 2017, por classe de dimensão da empresa | Em milhares de euros por trabalhador



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Para mais detalhes sobre a distribuição de Kernel ver nota ao gráfico 1.

**Quadro 5 •** Diferencial de produtividade entre cada classe de dimensão da empresa e as empresas micro | Em milhares de euros por trabalhador

Variáveis	Percentil 10	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 90
<b>Dimensão</b> (categoria omitida: micro empresas)					
Pequenas empresas	5,860 (0,0169)	4,424 (0,0176)	5,090 (0,0242)	6,212 (0,0414)	7,730 (0,102)
Médias empresas	6,984 (0,0386)	6,942 (0,0631)	9,421 (0,0897)	13,470 (0,144)	25,060 (0,546)
Grandes empresas	7,336 (0,178)	8,649 (0,184)	15,520 (0,272)	31,050 (0,893)	90,020 (4,414)
Número de observações	2 404 405	2 404 405	2 404 405	2 404 405	2 404 405

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Os resultados apresentados resultam de uma regressão de quantis, que permite realizar estatísticas descritivas, condicionais às restantes variáveis explicativas incluídas no modelo. Para mais detalhes consultar o Anexo 2. Todos os coeficientes são estatisticamente significativos para um nível de significância de 1%. Os desvios-padrão robustos são apresentados entre parêntesis.

**Quadro 6 •** Evolução do número de empresas em cada classe de dimensão, entre 2008 e 2017

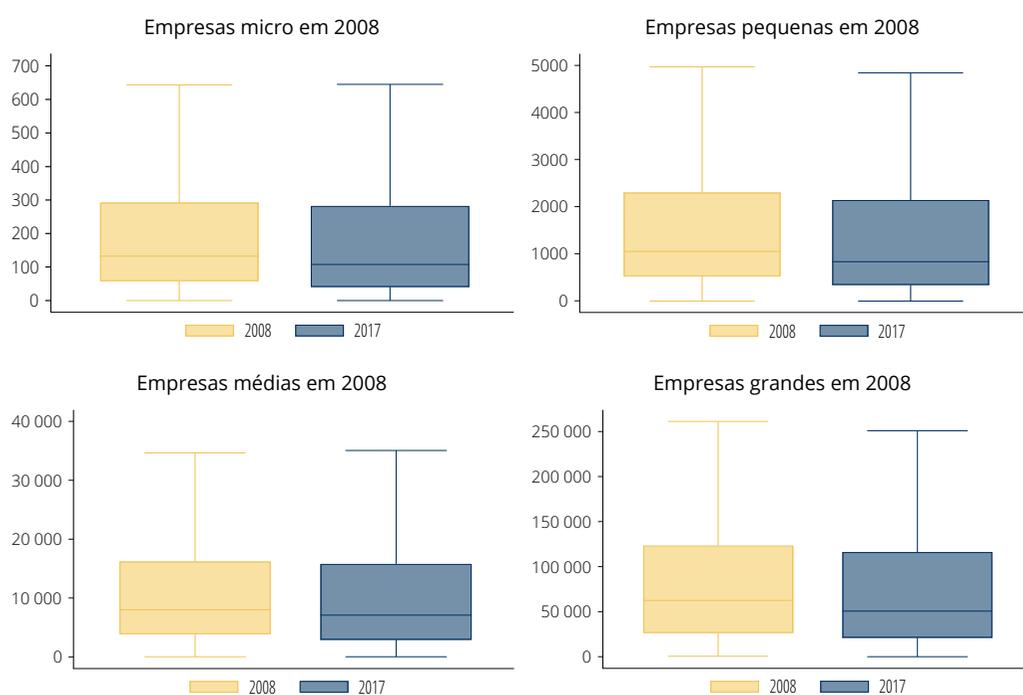
Dimensão	2008		2017		2017 e 2008	
	Empresas	Peso relativo	Empresas	Peso relativo	Taxa de crescimento	Varição do peso relativo
Micro	210 695	82,5%	228 287	85,1%	8,3%	2,6 pp
Pequenas	37 996	14,9%	33 605	12,5%	-11,6%	-2,3 pp
Médias	5832	2,3%	5505	2,1%	-5,6%	-0,2 pp
Grandes	962	0,4%	947	0,4%	-1,6%	-

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

Para isolar estes efeitos de recomposição, a análise seguinte foca-se nas empresas incumbentes, isto é, nas que permanecem ao longo do período em análise. A larga maioria destas empresas – entre 80% e 90%, dependendo do setor – mantém-se em 2017 no escalão de dimensão que detinha em 2008 (Quadro 7). Ainda neste universo, cerca de 10% das empresas no caso da indústria e cerca de 6% no

caso dos restantes setores conseguiram subir de escalão de dimensão até 2017. Dentro de cada escalão, há também uma fração relevante de empresas que passou para um escalão inferior, com especial destaque para as empresas da construção. Traduzindo estas alterações de dimensão saltos discretos consideráveis, a análise foi repetida para o mesmo universo, mas usando o volume de negócios como medida contínua de dimensão. Organizando as empresas pela classe de dimensão a que pertenciam em 2008, é possível observar uma tendência de queda ao longo de toda a distribuição (Gráfico 13). Estes desenvolvimentos têm que ser lidos à luz da severidade da crise económico-financeira que o país atravessou na primeira metade do período considerado. De facto, uma análise temporal (Gráfico 14) do volume de negócios das empresas incumbentes por setor demonstra precisamente uma queda no volume de negócios da empresa mediana entre 2008 e 2012, com um acentuar da redução a partir de 2010. Depois de 2012, assiste-se a uma recuperação, ainda que parcial.

**Gráfico 13 • Diagrama de extremos e quartis do volume de negócios em 2008 e 2017, por classe de dimensão em 2008 | Em milhares de euros**



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Para mais detalhes sobre o diagrama de extremos e quartis ver nota ao gráfico 2.

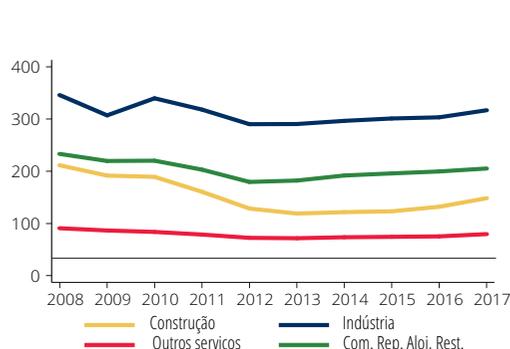
A maior prevalência de empresas exportadoras discutida anteriormente mitiga, ainda que de forma parcial, estes desenvolvimentos. Cruzando a dimensão com o estatuto exportador, é possível verificar que as diferenças de produtividade entre micro, pequenas e médias empresas são esbataídas para o grupo das empresas exportadoras (resultado que não se verifica para as importadoras), sendo o nivelamento feito pelo desempenho das empresas médias (Gráfico 15).

Uma análise por ano de entrada demonstra uma capacidade de crescimento das empresas mais jovens, havendo, no entanto, algumas diferenças que derivam da sua dimensão inicial. Focando a análise na mediana das empresas que nascem mais pequenas (i.e. na primeira metade da distribuição do volume de negócios, no segundo ano de atividade<sup>18</sup>), verifica-se um padrão contínuo de

18. Na análise da dimensão à entrada usa-se o segundo ano para garantir a comparabilidade entre empresas, uma vez que no primeiro ano de operação há empresas com um número variável de meses de atividade.

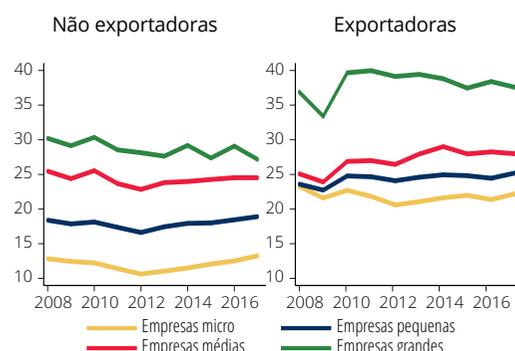
crescimento, alcançando (e até mesmo ultrapassando) estas o percentil 25 da distribuição das empresas incumbentes (Gráfico 16). Contudo, a distância para o volume de negócios mediano das incumbentes mantém-se constante. Em termos de produtividade (Gráfico 17), o percentil 25 é ultrapassado a partir do terceiro ano de atividade. Nos primeiros anos há também alguma convergência face à mediana da produtividade, mantendo-se, no entanto, um diferencial constante nos anos seguintes.

**Gráfico 14 • Evolução da mediana do volume de negócios das empresas incumbentes, por setor | Em milhares de euros**



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

**Gráfico 15 • Evolução da mediana da produtividade por classe de dimensão das empresas e por estatuto exportador | Em milhares de euros por trabalhador**



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

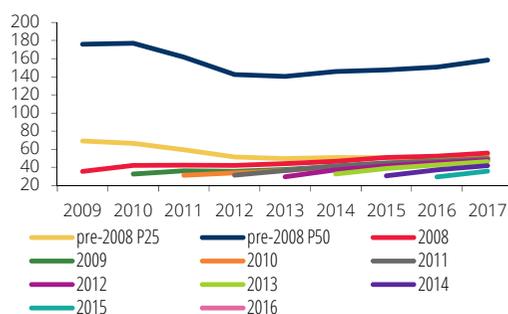
**Quadro 7 • Evolução do tamanho das empresas incumbentes entre 2008 e 2017, por escalão de dimensão e por setor de atividade | Em percentagem**

	Total	Micro	Pequenas	Médias	Grandes
<b>Indústria</b>					
Classe dimensão					
Aumento	9,8	12,2	7,6	4,8	-
Manutenção	81,4	87,8	72,1	77,8	84,3
Redução	8,8	-	20,3	17,4	15,7
<b>Construção</b>					
Classe dimensão					
Aumento	6,2	7,3	3,3	3,5	-
Manutenção	81,4	92,7	52,1	48,0	52,5
Redução	12,4	-	44,7	48,5	47,5
<b>Outros serviços</b>					
Classe dimensão					
Aumento	6,1	5,7	8,3	11,4	-
Manutenção	90,3	94,3	61,8	60,4	75,5
Redução	3,7	-	29,9	28,3	24,5
<b>Comércio, reparação, alojamento e restauração</b>					
Classe dimensão					
Aumento	6,4	6,6	5,9	5,9	-
Manutenção	88,5	93,4	66,6	67,0	75,7
Redução	5,1	-	27,6	27,1	24,3

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: As percentagens apresentadas somam 100% dentro de cada setor e escalão de dimensão.

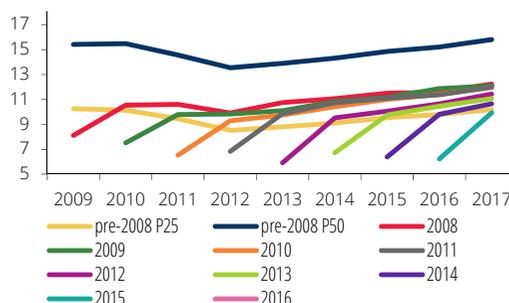
A empresa mediana do grupo das empresas nascidas com maior dimensão (i.e. na segunda metade da distribuição do volume de negócios, no segundo ano de atividade) encontra-se sempre acima da mediana das empresas incumbentes e com um padrão de crescimento mais dinâmico (Gráfico 18). Contudo, fica ainda aquém das empresas incumbentes do percentil 75, cujo volume de negócios supera, em 2017, os 536 mil euros. O crescimento do volume de negócios não se traduz, no entanto, em ganhos de produtividade face às incumbentes (Gráfico 19). De qualquer forma, é também de assinalar que o grupo das empresas que nascem maiores detém níveis de produtividade semelhantes aos das empresas mais antigas, acompanhando de perto a sua evolução (e, nessa medida, mantém uma distância considerável face ao percentil 75 de produtividade).

**Gráfico 16 • Evolução da mediana do volume de negócios das novas empresas de menor dimensão | Em milhares de euros**



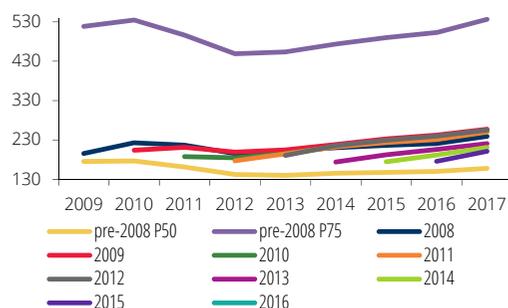
Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: As empresas incumbentes correspondem no gráfico às “pre-2008” (P25 representa o percentil 25 e P50 a mediana). Por questões de comparabilidade, o gráfico não apresenta valores para o primeiro ano de atividade, uma vez que as empresas não se encontram ativas o mesmo número de meses.

**Gráfico 17 • Evolução da mediana da produtividade das novas empresas de menor dimensão | Em milhares de euros por trabalhador**



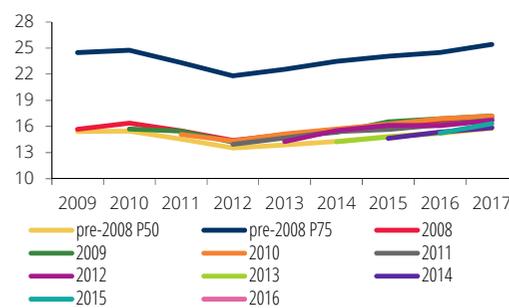
Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: As empresas incumbentes correspondem no gráfico às “pre-2008” (P25 representa o percentil 25 e P50 a mediana). Por questões de comparabilidade, o gráfico não apresenta valores para o primeiro ano de atividade, uma vez que as empresas não se encontram ativas o mesmo número de meses.

**Gráfico 18 • Evolução da mediana do volume de negócios das novas empresas de maior dimensão | Em milhares de euros**



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: As empresas incumbentes correspondem no gráfico às “pre-2008” (P50 representa a mediana e P75 o percentil 75). Por questões de comparabilidade, o gráfico não apresenta valores para o primeiro ano de atividade, uma vez que as empresas não se encontram ativas o mesmo número de meses.

**Gráfico 19 • Evolução da mediana da produtividade das novas empresas de maior dimensão | Em milhares de euros por trabalhador**

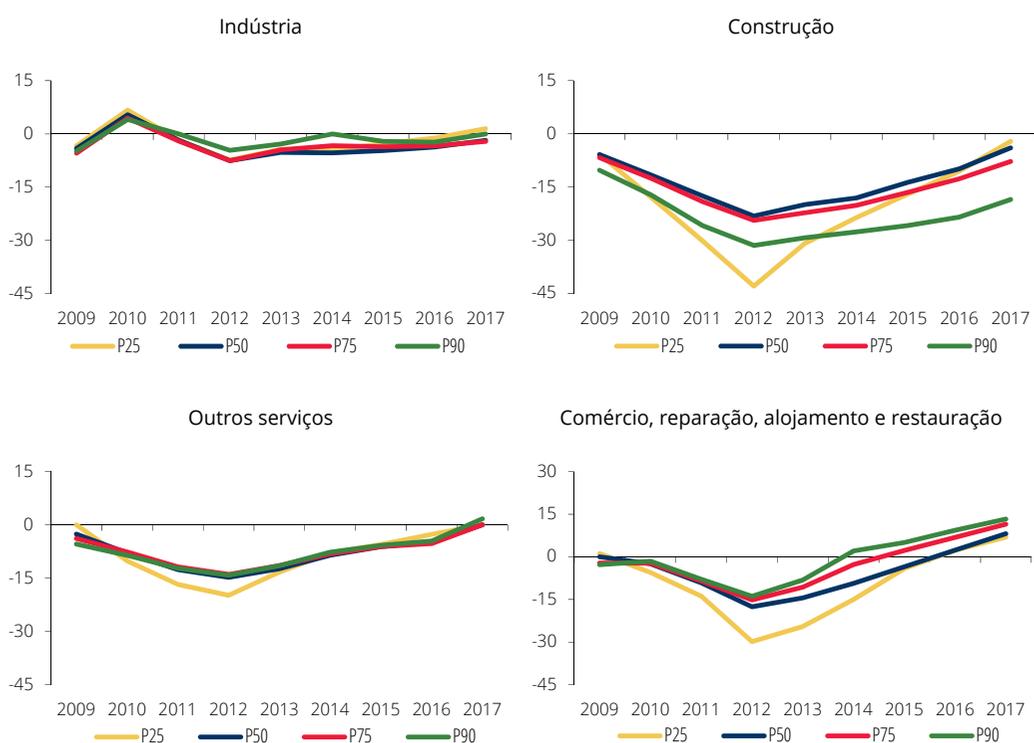


Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: As empresas incumbentes correspondem no gráfico às “pre-2008” (P50 representa a mediana e P75 o percentil 75). Por questões de comparabilidade, o gráfico não apresenta valores para o primeiro ano de atividade, uma vez que as empresas não se encontram ativas o mesmo número de meses.

## Evolução da produtividade diferenciada ao longo da respetiva distribuição

Existe evidência para os países da OCDE (ver, por exemplo, Andrew et al., 2016) de que as empresas na fronteira da produtividade, ou seja, as melhores empresas dentro de cada setor, têm conseguido ganhos de produtividade, face à estagnação das empresas menos produtivas. Para avaliar esta hipótese, o gráfico 20 apresenta, para cada setor de atividade e por percentil da distribuição da produtividade, a evolução do diferencial relativo de produtividade face a 2008. Quando os valores registados ultrapassam a linha horizontal significa que a diferença relativa é positiva e que, portanto, as empresas pertencentes a um determinado percentil em cada ano ultrapassaram o nível das suas congéneres em 2008 (isto é, as empresas no mesmo percentil de produtividade em 2008).

**Gráfico 20 • Diferencial relativo da produtividade anual face a 2008, por setor e percentil**  
| Em percentagem



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

Relativamente ao setor da indústria, os quatro percentis de produtividade em análise cresceram em 2010 face a 2008. Contudo, seguiu-se uma queda até 2012, apenas parcialmente recuperada nos últimos anos. Em 2017 apenas o percentil 25 superou o valor registado em 2008. Tanto no setor dos outros serviços como na construção há uma queda em todos os percentis até 2012 (mais acentuada no caso da construção, sobretudo para as empresas do percentil inferior de produtividade) e uma recuperação nos anos seguintes (apenas parcial no caso da construção, com níveis de produtividade inferiores aos de 2008 em todos os percentis). Finalmente, nas empresas pertencentes ao setor do comércio, reparação, alojamento e restauração, o panorama é mais positivo, com ganhos de produtividade

face a 2008. As melhores empresas, ou seja, as empresas do percentil 90 de produtividade, tornaram-se desde 2014 mais produtivas do que as empresas que, no mesmo setor, se localizavam no percentil 90 em 2008, seguidas das empresas nos percentis mais baixos. Em 2017, a diferença relativa na produtividade face a 2008 é de cerca de 7%, 8%, 12% e 13% para as empresas posicionadas nos percentis 25, 50, 75 e 90, respetivamente.

Globalmente, à exceção das empresas do setor do comércio, reparação de veículos, atividades de alojamento e restauração (e das empresas do percentil 25 da indústria e do percentil 90 dos outros serviços), a produtividade em 2017 é igual ou inferior à verificada em 2008. Os resultados aqui obtidos apenas corroboram parcialmente a análise de Andrew et al. (2016). Por um lado, excluindo o setor da construção, as melhores empresas – i.e. nos percentis mais elevados de produtividade – foram menos sensíveis ao ciclo económico. De facto, a produtividade das empresas com pior desempenho (isto é, no percentil 25) parece ser mais sensível ao ciclo. De resto, esta heterogeneidade na resposta ao ciclo é patente noutras dimensões: em geral, as empresas mais pequenas e sem participação no comércio internacional são mais afetadas, com perdas mais acentuadas de produtividade. Por outro lado, as melhores empresas apenas apresentam um melhor desempenho relativo no setor do comércio, reparação de veículos, atividades de alojamento e restauração e no setor dos outros serviços.

## Conclusão

Este Tema em destaque faz uso de uma base de dados com informação ao nível da empresa para melhor compreender os desenvolvimentos da produtividade aparente do trabalho em Portugal na última década.

A distribuição da produtividade nos setores considerados manteve-se praticamente inalterada na última década. Assistiu-se, no entanto, a alguma recomposição setorial, com uma maior prevalência de empresas no setor dos outros serviços, setor que apresenta a maior produtividade dos quatro setores considerados.

Além disso, confirma-se que as empresas exportadoras são mais produtivas do que as suas congéneres não exportadoras e, nessa medida, o aumento do número de empresas ativas no comércio internacional, transversal a todos os setores, revela-se um desenvolvimento positivo. No entanto, é também de assinalar que nenhum dos grupos registou ganhos assinaláveis de produtividade entre 2008 e 2017. É ainda interessante notar que o diferencial de produtividade associado à participação no comércio internacional é também visível, ainda que em menor escala, para empresas que importam uma parte relevante dos bens e serviços utilizados no seu processo produtivo. Este grupo de empresas importadoras (que, importa sublinhar, apenas se sobrepõe parcialmente ao grupo de exportadoras) manteve-se relativamente estável no período em análise, mas registou alguns ganhos de produtividade, visíveis tanto para empresas menos produtivas como para empresas de topo.

Considerando as empresas ativas em 2017, verifica-se um padrão de convergência da produtividade das empresas recém-chegadas ao mercado (i.e. criadas a partir de 2008) para os níveis das empresas incumbentes (i.e. criadas antes de 2008). As melhores empresas chegadas recentemente ao mercado (no percentil 90 da respetiva distribuição da produtividade) têm um desempenho particularmente positivo, ultrapassando, ao fim de algum tempo em atividade, as melhores empresas pré-existentes (novamente, no respetivo percentil 90).

É notória a relação positiva entre a produtividade e a dimensão das empresas. O diferencial positivo para as empresas maiores é visível ao longo de toda a distribuição (ou seja, tanto para

empresas mais produtivas como para empresas menos produtivas), acentuando-se nos percentis mais elevados. É, por isso, de especial relevância avaliar a capacidade de crescimento das empresas portuguesas. Além da já referida recomposição setorial em favor do setor dos serviços, onde a prevalência de empresas muito pequenas é maior, os resultados apontam também para dificuldades de crescimento, transversais a todos os setores, que resultam sobretudo dos desenvolvimentos ocorridos entre 2008 e 2012 e da severidade da crise económico-financeira que o país atravessou.

Finalmente, os resultados sugerem uma menor sensibilidade ao ciclo económico das empresas nos percentis mais elevados de produtividade, face a empresas nos percentis mais baixos. Apesar da diferenciada resposta ao ciclo, os níveis de produtividade nos diferentes percentis em 2017 são relativamente semelhantes aos de 2008, permanecendo ainda abaixo no setor da construção. A produtividade encontra-se já acima do patamar de 2008 somente no setor do comércio, reparação, alojamento e restauração.

A análise ao nível da empresa apresentada neste Tema em destaque procurou ajudar a compreender os desenvolvimentos na produtividade aparente do trabalho em Portugal. Este conceito de produtividade assume grande relevo do ponto de vista da análise da evolução da economia. Com efeito, ganhos na produtividade aparente do trabalho são fundamentais na medida em que permitem gerar recursos que podem ser canalizados para o investimento pelas empresas e, ao mesmo tempo, sustentar aumentos nos salários reais.

É importante ressaltar que esta é uma análise parcial, uma vez que os setores considerados representam cerca de dois terços do VAB real da economia portuguesa. Além disso, a evolução desta medida de produtividade resulta da contribuição dos vários fatores produtivos, para além da quantidade e qualidade do capital humano, designadamente de incrementos no *stock* de capital disponível por trabalhador e do progresso tecnológico. Assim, os resultados deste Tema em destaque devem ser lidos em conjunto com os desenvolvimentos individuais desses elementos.

## Referências

- Altomonte, C., Navaretti, G., Di Mauro, F. e Ottaviano, G. (2011). "Assessing competitiveness: How firm-level data can help" *Bruegel Policy Contribution*.
- Amador, J. e Opromolla, L. (2013). "Product and destination mix in export markets." *Review of World Economics*, 149(1), 23–53.
- Amador, J. e Opromolla, L. (2017). "Margens do Comércio e Gerações de Empresas no Comércio Internacional Português" *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, 3(4), 1-20.
- Andrews, D., Criscuolo, C. e Gal, P. (2016). "The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy" *OECD Productivity working papers*.
- Bernard, A., Jensen, J., Redding, S. e Schott, P. (2012). "The empirics of firm heterogeneity and international trade" *Annual Review of Economics*, 4(1), 283-313.
- Dias, D., Robalo, C. e Richmond, C. (2016). "Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis." *Journal of Macroeconomics* 49, 46-70.
- Mayer, T. e Ottaviano, G. (2008). "The happy few: The internationalisation of European firms" *Intereconomics*, 43(3), 135-148.

## Anexo 1 • Fórmula de cálculo da produtividade aparente do trabalho

O valor acrescentado bruto a custo de fatores, da empresa  $i$  no ano  $t$ , ( $VAB_{cf_{it}}$ ) foi calculado a partir da seguinte expressão:

$$VAB_{cf_{it}} = \text{Produção}_{it} - \text{Custos intermédios}_{it} + \text{Subsídios à exploração}_{it} - \text{Impostos indiretos}_{it}$$

onde a Produção e os Custos intermédios anuais de cada empresa foram, respetivamente, obtidos por:

$$\text{Produção}_{it} = \text{Vendas e serviços prestados}_{it} + \text{Variação nos inventários da produção}_{it} + \text{Trabalhos para a própria entidade}_{it} + \text{Rendimentos suplementares}_{it}$$

$$\begin{aligned} \text{Custos intermédios}_{it} \\ &= \text{Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas}_{it} \\ &+ \text{Fornecimentos e serviços externos}_{it} \end{aligned}$$

Por sua vez, o número de trabalhadores equivalentes a tempo inteiro, da empresa  $i$  no ano  $t$ , ( $ETI_{it}$ ), foi calculado da seguinte forma:

$$\begin{aligned} ETI_{it} &= \text{Pessoas ao serviço da empresa a tempo completo}_{it} \\ &+ 0,5 \times \text{Pessoas ao serviço da empresa a tempo parcial}_{it} \end{aligned}$$

A utilização do ponderador de 0,5 para o tempo parcial está em linha com as estatísticas do Eurostat para o número médio de horas semanais trabalhadas por trabalhadores a tempo parcial.

## Anexo 2 • Regressão de quantis – tabela completa

Os resultados apresentados resultam de uma regressão de quantis, que permite realizar estatísticas descritivas, condicionais às restantes variáveis explicativas incluídas no modelo. A variável dependente corresponde aos diferentes percentis de produtividade, em milhares de euros por trabalhador. A regressão é estimada para os anos de 2008 a 2017. Os coeficientes devem ser interpretados por referência à categoria omissa.

Variáveis	Percentil 10	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 90
<b>Dimensão (categoria omitida: micro empresas)</b>					
Pequenas empresas	5,860 (0,0169)	4,424 (0,0176)	5,090 (0,0242)	6,212 (0,0414)	7,730 (0,102)
Médias empresas	6,984 (0,0386)	6,942 (0,0631)	9,421 (0,0897)	13,470 (0,144)	25,060 (0,546)
Grandes empresas	7,336 (0,178)	8,649 (0,184)	15,520 (0,272)	31,050 (0,893)	90,020 (4,414)
<b>Participação no comércio internacional (categoria omitida: empresas não exportadoras nem importadoras)</b>					
Apenas exportadoras	3,432 (0,0409)	4,758 (0,0395)	8,459 (0,0567)	14,260 (0,0955)	24,000 (0,266)
Apenas importadoras	2,647 (0,0317)	3,351 (0,0285)	5,766 (0,0411)	10,450 (0,0767)	17,850 (0,176)
Empresas simultaneamente exportadoras e importadoras	3,785 (0,0588)	5,775 (0,0721)	9,879 (0,0981)	16,400 (0,161)	25,610 (0,417)
<b>Setores de atividade (categoria omitida: indústria)</b>					
Construção	-1,346 (0,0344)	-0,359 (0,0256)	-0,150 (0,0250)	-0,043 <sup>(a)</sup> (0,0443)	2,224 (0,110)
Outros serviços	-0,375 (0,0263)	0,432 (0,0213)	1,935 (0,0244)	5,382 (0,0440)	13,600 (0,109)
Comércio, reparação, alojamento e restauração	-0,486 (0,0235)	-0,666 (0,0193)	-0,771 (0,0211)	-0,674 (0,0363)	0,350 (0,0795)
<b>Coortes (categoria omitida: empresas criadas antes de 2008 e ativas em 2017)</b>					
Empresas criadas em 2008 e ativas em 2017	-1,789 (0,0719)	-0,818 (0,0365)	-0,677 (0,0392)	-0,159 (0,0804)	1,443 (0,205)
Empresas criadas em 2009 e ativas em 2017	-2,026 (0,0742)	-1,036 (0,0388)	-0,855 (0,0464)	-0,515 (0,0816)	0,191 <sup>(a)</sup> (0,197)
Empresas criadas em 2010 e ativas em 2017	-1,975 (0,0662)	-0,997 (0,0395)	-0,783 (0,0467)	0,152 <sup>(a)</sup> (0,103)	3,007 (0,243)
Empresas criadas em 2011 e ativas em 2017	-2,033 (0,0751)	-1,152 (0,0378)	-1,182 (0,0423)	-1,197 (0,0765)	-1,102 (0,186)
Empresas criadas em 2012 e ativas em 2017	-2,708 (0,0760)	-1,593 (0,0418)	-1,686 (0,0471)	-1,726 (0,0869)	-1,426 (0,233)
Empresas criadas em 2013 e ativas em 2017	-2,995 (0,0652)	-1,872 (0,0419)	-2,022 (0,0422)	-2,217 (0,0878)	-2,479 (0,225)
Empresas criadas em 2014 e ativas em 2017	-4,188 (0,0382)	-2,786 (0,0489)	-2,511 (0,0496)	-2,626 (0,0955)	-2,661 (0,225)
Empresas criadas em 2015 e ativas em 2017	-5,088 (0,0336)	-4,032 (0,0637)	-3,178 (0,0644)	-2,912 (0,127)	-2,491 (0,300)
Empresas criadas em 2016 e ativas em 2017	-8,476 (0,152)	-7,787 (0,132)	-4,958 (0,105)	-4,455 (0,167)	-4,266 (0,424)
Empresas que não “sobreviveram” até 2017	-4,682 (0,0188)	-4,635 (0,0204)	-4,119 (0,0162)	-5,221 (0,0293)	-7,493 (0,0706)
<b>Constante do modelo</b>	5,168 (0,0318)	9,999 (0,0270)	14,200 (0,0304)	20,970 (0,0546)	31,490 (0,132)
<b>Número de observações</b>	2 404 405	2 404 405	2 404 405	2 404 405	2 404 405
<b>Efeitos fixos ano (categoria omitida: 2008)</b>	sim	sim	sim	sim	sim

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Os coeficientes marcados<sup>(a)</sup> não são estatisticamente significativos. Os restantes coeficientes são estatisticamente significativos com um nível de significância de, no máximo, 5%. Os desvios-padrão robustos são apresentados entre parêntesis.

## Anexo 3 • Estatísticas adicionais por estatuto exportador e importador – valores absolutos e peso relativo

	Número de empresas				Peso relativo		
	2008	2017	Diferença entre 2017 e 2008	Taxa de crescimento entre 2017 e 2008	2008	2017	Diferença entre 2017 e 2008
<b>Indústria</b>							
Apenas exportadoras	3021	3865	844	28%	8,9%	12,0%	3,1 pp
Apenas importadoras	2942	2509	-433	-15%	8,6%	7,8%	-0,8 pp
Empresas simultaneamente exportadoras e importadoras	2427	2714	287	12%	7,1%	8,4%	1,3 pp
Total mercado externo	8390	9088	698	8%	24,7%	28,2%	3,6 pp
Total mercado interno	25 641	23 091	-2550	-10%	75,3%	71,8%	-3,6 pp
<b>Construção</b>							
Apenas exportadoras	1171	1544	373	32%	3,4%	5,5%	2,1 pp
Apenas importadoras	531	521	-10	-2%	1,5%	1,8%	0,3 pp
Empresas simultaneamente exportadoras e importadoras	126	219	93	74%	0,4%	0,8%	0,4 pp
Total mercado externo	1828	2284	456	25%	5,2%	8,1%	2,8 pp
Total mercado interno	33 115	25 984	-7131	-22%	94,8%	91,9%	-2,8 pp
<b>Outros serviços</b>							
Apenas exportadoras	3840	6595	2755	72%	5,5%	7,8%	2,3 pp
Apenas importadoras	1244	1592	348	28%	1,8%	1,9%	0,1 pp
Empresas simultaneamente exportadoras e importadoras	281	507	226	80%	0,4%	0,6%	0,2 pp
Total mercado externo	5365	8694	3329	62%	7,7%	10,3%	2,6 pp
Total mercado interno	64 255	75 758	11 503	18%	92,3%	89,7%	-2,6 pp
<b>Comércio, reparação, alojamento e restauração</b>							
Apenas exportadoras	2040	3134	1094	54%	2,1%	3,1%	1,0 pp
Apenas importadoras	12 390	12 382	-8	0%	12,5%	12,1%	-0,4 pp
Empresas simultaneamente exportadoras e importadoras	1479	2107	628	42%	1,5%	2,1%	0,6 pp
Total mercado externo	15 909	17 623	1714	11%	16,1%	17,2%	1,1 pp
Total mercado interno	82 993	84 759	1766	2%	83,9%	82,8%	-1,1 pp

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES.

## Anexo 4 • Regressão de diferença nas diferenças – tabela completa – ganhos de produtividade das novas exportadoras incumbentes entre 2008 e 2017

A análise apresentada pretende ser ilustrativa, focando-se no grupo das empresas incumbentes (que não totalizam o universo das novas empresas exportadoras). A regressão de diferenças nas diferenças foi estimada através de uma regressão de quantis, em que a produtividade em milhares de euros por trabalhador é a variável dependente. Distinguiram-se dois grupos de empresas:

- Grupo 1: empresas incumbentes que não exportavam em 2008 e que mantêm esse estatuto em 2017 (grupo de controlo);
- Grupo 2: empresas incumbentes que não exportavam em 2008 e que detêm estatuto exportador em 2017 (grupo de tratamento).

A diferença  $(T_{2017}-T_{2008})-(C_{2017}-C_{2008})$  – lida na terceira linha do quadro – representa o ganho adicional no período considerado do grupo de tratamento (as novas exportadoras dentro das incumbentes) face ao grupo de controlo (as não exportadoras dentro das incumbentes).

Variáveis	Percentil 10	Percentil 25	Percentil 50	Percentil 75	Percentil 90
Diferencial de produtividade entre 2017 e 2008 para os dois grupos	-0,657 (0,0573)	-0,263 (0,0338)	-0,227 (0,0457)	-0,237 (0,0896)	-0,928 (0,220)
Diferencial inicial de produtividade entre o Grupo 2 e o Grupo 1	1,692 (0,206)	2,901 (0,167)	5,861 (0,278)	9,666 (0,400)	15,390 (1,068)
Incremento no diferencial entre o Grupo 2 e o Grupo 1 em 2017	1,710 (0,272)	1,615 (0,222)	1,220 (0,384)	1,787 (0,596)	2,720 (1,494)
<b>Dimensão (categoria omitida: micro empresas)</b>					
Pequenas empresas	5,295 (0,0530)	4,559 (0,0489)	5,994 (0,0716)	7,744 (0,134)	10,800 (0,315)
Médias empresas	7,545 (0,196)	9,000 (0,187)	12,410 (0,264)	18,650 (0,573)	40,360 (1,904)
Grandes empresas	5,777 (0,334)	8,779 (0,944)	17,320 (0,977)	39,830 (4,257)	134,100 (15,12)
<b>Setores de atividade (categoria omitida: indústria)</b>					
Construção	1,513 (0,145)	0,145 (0,0630)	0,154 (0,0777)	-0,490 (0,157)	-6,426 (0,439)
Outros serviços	0,820 (0,147)	0,604 (0,0603)	2,495 (0,0733)	5,410 (0,159)	9,865 (0,502)
Comércio, reparação, alojamento e restauração	1,457 (0,129)	-0,281 (0,0531)	-0,057 <sup>(a)</sup> (0,0616)	0,291 (0,137)	-3,279 (0,407)
Constante do modelo	4,242 (0,130)	9,411 (0,0510)	13,520 (0,0566)	20,600 (0,130)	36,340 (0,402)
Número de observações	254 390	254 390	254 390	254 390	254 390

Fonte: Cálculos do Banco de Portugal com base na IES. | Notas: Os coeficientes marcados<sup>(a)</sup> não são estatisticamente significativos. Os restantes coeficientes são estatisticamente significativos com um nível de significância de, no máximo, 10%. Os desvios-padrão robustos são apresentados entre parêntesis.





## III Séries

Séries trimestrais para a economia  
portuguesa: 1977-2018

Séries anuais do património dos  
particulares: 1980-2018



# Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2018

O Banco de Portugal divulga anualmente a atualização das séries longas trimestrais para a economia portuguesa.<sup>1</sup> Estas encontram-se distribuídas por três blocos: despesa, rendimento disponível e mercado de trabalho.

A atualização divulgada neste Boletim mantém o detalhe das séries anteriormente publicado e inclui pela primeira vez os valores trimestrais para o ano de 2018.<sup>2</sup> Esta informação incorpora as séries de Contas Trimestrais por Setor Institucional pelo INE a 26 de março de 2019 e segue, em larga medida, os procedimentos metodológicos descritos detalhadamente em Cardoso e Sequeira (2015).<sup>3</sup>

Relativamente às principais componentes da despesa, a informação publicada para o período posterior a 1995 coincide com os dados trimestrais divulgados pelo INE, tanto a preços correntes como avaliados em volume (dados encadeados em volume com ano de referência 2011).

Por sua vez, as séries do rendimento disponível para o período a partir do primeiro trimestre de 1999 diferem dos valores publicados pelo INE (Contas Trimestrais por Setor Institucional) pelo facto de se encontrarem corrigidas de sazonalidade e de efeitos de calendário, nos casos em que foi identificado um padrão sazonal.

No bloco do mercado de trabalho, as séries encontram-se agrupadas segundo duas medidas: equivalentes a tempo completo (conceito Contas Nacionais) e milhares de indivíduos (conceito Inquérito ao Emprego). Note-se que, as séries em milhares de indivíduos, assim como a série da taxa de desemprego, apenas diferem das atualmente publicadas no Inquérito ao Emprego devido à correção de sazonalidade.

Para a correção de sazonalidade recorreu-se, regra geral, ao procedimento X13-ARIMA (através do *software* JDemetra+).

1. Até 2018, a divulgação destas séries integrava o *Boletim de Económico* de Junho.
2. As séries trimestrais para o período de 1977-2018 são apresentadas apenas em formato eletrónico no sítio do Banco de Portugal relativo a este *Boletim Económico*.
3. Cardoso, F. e Sequeira, A. (2015), *Séries longas trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2014*, *Occasional Paper* n.º 1, Banco de Portugal.

# Séries anuais do património dos particulares: 1980-2018

As séries anuais do património dos particulares, para o período 1980-2018, correspondem à atualização das estimativas publicadas no *Boletim Económico* de Junho do ano passado. Estas estimativas de património, com divulgação anual<sup>1</sup>, incluem a componente financeira (ativos e passivos) e a habitação (principal componente do património não financeiro). Os conceitos e metodologia são idênticos aos descritos em Cardoso, Farinha e Lameira (2008)<sup>2</sup>.

As séries financeiras (ativos e passivos) aqui apresentadas são consistentes com a versão mais recente das contas nacionais financeiras publicadas pelo Banco de Portugal, que estão disponíveis para o período 1994-2018. As séries financeiras para o período anterior a 1994 foram retropoladas utilizando as taxas de variação implícitas nas séries de património anteriores e obtidas de acordo com a metodologia descrita detalhadamente em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005).

A metodologia de cálculo da riqueza em habitação baseia-se num método habitualmente utilizado para calcular estimativas de *stock* de capital – o método de inventário permanente. Este método consiste em acumular sucessivamente o investimento em capital fixo (neste caso em habitação), postulando hipóteses razoáveis para o seu período de vida útil e para o método de depreciação.

A série do património em habitação foi ajustada, de modo a incorporar, para o período de 2000 a 2016, as estimativas de *stock* de capital em habitação disponibilizadas pelo Instituto Nacional de Estatística (INE)<sup>3</sup>. As estimativas disponibilizadas pelo INE não incluem o valor dos terrenos subjacentes aos alojamentos (que estão incluídos nas séries de património aqui publicadas), tendo sido estimado esse valor para os anos em causa. Para estimar o valor dos terrenos considerou-se o rácio definido para efeitos fiscais (para efeito de avaliação dos alojamentos em sede de IMI), que corresponde a 25% do valor global dos alojamentos. Os restantes anos da série longa de riqueza em habitação (para os períodos 1980-1999 e 2017-2018) foram obtidos por forma a respeitar as taxas de variação da série do *stock* obtida com a metodologia referida, baseada em séries longas da FBCF em habitação. As séries longas da FBCF habitação utilizadas no cálculo do *stock* de habitação respetivo incorporam os dados mais recentes de Contas Nacionais (para o período de 1995 a 2018).

1. As séries apenas são publicadas em formato eletrónico no sítio do Banco de Portugal relativo a este *Boletim Económico*.
2. Cardoso, F., Farinha, L. e Lameira, R. (2008), “Household wealth in Portugal: revised series”, *Occasional Paper 1*, Banco de Portugal. Esta publicação corresponde à revisão das séries previamente publicadas em Cardoso, F. e Cunha, V. (2005) “Household wealth in Portugal: 1980-2004” *Working Paper* n.º 4, Banco de Portugal, onde está descrita de forma mais detalhada a metodologia de cálculo.
3. As contas de *stock* de capital do INE foram publicadas pela primeira vez em novembro de 2017 e estão disponíveis na área de Contas Nacionais do portal do INE. Para mais detalhes ver Instituto Nacional de Estatística (2017), “Contas de *Stock* de Capital (Base 2011) 2000 – 2015”, Destaques de 24 de novembro.

