

BOLETIM ECONÓMICO



A ECONOMIA PORTUGUESA
EM 2019

MAI. 2020



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

A ECONOMIA PORTUGUESA
EM 2019

MAIO 2020



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2020 • www.bportugal.pt

Índice

I A economia portuguesa em 2019 | 5

1 Apresentação | 7

2 Enquadramento internacional | 11

3 Condições monetárias e financeiras | 18

3.1 Área do euro | 18

3.2 Portugal | 20

Caixa 1 • A diminuição recente das taxas de juro nos empréstimos à habitação em Portugal face à área do euro | 28

4 Finanças públicas | 31

Caixa 2 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva | 37

5 Oferta | 40

Caixa 3 • A dualidade indústria-serviços: Portugal no contexto das economias avançadas | 49

Caixa 4 • Uma caracterização dos gestores de topo em Portugal | 53

Caixa 5 • Indicadores de inovação em Portugal | 56

Caixa 6 • Qual o grau de digitalização da economia portuguesa? | 60

6 Procura | 63

Caixa 7 • Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito | 70

7 Preços | 74

Caixa 8 • Evolução recente da rentabilidade das empresas portuguesas | 79

8 Balança de pagamentos | 81

II Tema em destaque | 87

O impacto económico da crise pandémica | 89

III Séries | 123

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2019 | 125

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2019 | 126





I A economia portuguesa em 2019

1 Apresentação

2 Enquadramento internacional

3 Condições monetárias e financeiras

4 Finanças públicas

5 Oferta

6 Procura

7 Preços

8 Balança de pagamentos

1 Apresentação

O presente *Boletim Económico* está centrado na análise dos desenvolvimentos da economia portuguesa em 2019. Esta realidade económica foi, entretanto, alterada de forma abrupta e dramática pela atual crise pandémica. Esta crise constitui um choque negativo de grandes proporções sobre a saúde pública mundial, com consequências igualmente muito adversas na situação económica dos países, que são ainda difíceis de apreciar na sua globalidade. Este boletim inclui um Tema em destaque que procura descrever os canais através dos quais a crise pandémica afeta a atividade económica, bem como as respostas de política que têm sido adotadas pelas autoridades visando a sustentação da situação financeira das empresas e da saúde e rendimento das famílias.

Em 2019, a economia portuguesa continuou a registar uma expansão, embora desacelerando pelo segundo ano consecutivo. Esta desaceleração ocorreu num contexto de abrandamento generalizado da atividade mundial que esteve associado a elevados níveis de incerteza. A intensificação de tensões comerciais, apenas aliviadas no final do ano com a perspetiva de um acordo comercial parcial entre os Estados Unidos e a China, e o enfraquecimento da produção industrial, em particular no setor automóvel, explicam uma desaceleração ainda mais pronunciada nos fluxos de comércio internacional. Em resultado, observou-se nas principais economias avançadas uma dualidade entre a evolução nos setores da indústria e dos serviços, verificando-se uma desaceleração da atividade significativamente mais expressiva na indústria, tendo sido mesmo de queda em alguns países (Caixa 3 “A dualidade indústria-serviços: Portugal no contexto das economias avançadas” deste boletim). Ao longo do ano, a adoção de um maior grau de acomodação monetária pelos principais bancos centrais e de políticas orçamentais expansionistas em vários países terão contribuído para atenuar o abrandamento da economia.

A área do euro não foi exceção a estes desenvolvimentos. As exportações desaceleraram e a procura interna continuou a ser o motor do crescimento económico, suportada pela manutenção de condições financeiras favoráveis e melhorias no mercado de trabalho. Ao longo do ano, o BCE reforçou a orientação acomodatória da política monetária na área do euro, num contexto de baixos níveis de inflação observada e deterioração das expectativas de inflação, bem como de menor dinamismo da atividade económica e persistência de riscos em sentido descendente.

O crescimento do PIB e do PIB *per capita* em Portugal continuou a ser superior ao da área do euro. Com efeito, o diferencial de crescimento em termos efetivos tem sido positivo desde 2016 e, medido em termos *per capita*, desde 2013. Ainda assim, e mesmo antes do despoletar da atual crise pandémica, a manutenção do processo de convergência da economia portuguesa permanecia um desafio complexo que se tornava mais premente perante as dificuldades associadas ao aumento do potencial de crescimento, em particular decorrentes do envelhecimento da população.

Um traço marcante da economia portuguesa em 2019, que contrasta com os desenvolvimentos dos últimos anos, foi o aumento significativo da produtividade aparente do trabalho. Para esta evolução contribuiu, em larga medida, o aumento da produtividade dentro de cada setor – em particular, nos serviços – enquanto o contributo associado aos fluxos de emprego entre setores se manteve ligeiramente positivo, continuando a sugerir uma orientação gradual deste fator de produção para setores da economia com maior produtividade. Importa também salientar que a produtividade e a capacidade competitiva de uma economia resultam, ainda, da contribuição dos restantes fatores produtivos, incluindo o *stock* de capital disponível por trabalhador, da

qualidade do capital humano e da gestão empresarial (Caixa 4 “Uma caracterização dos gestores de topo em Portugal” deste boletim), bem como da tecnologia. No caso da economia portuguesa, onde os níveis de produtividade são inferiores aos da média da área do euro, a necessidade de manter um esforço de inovação (Caixa 5 “Indicadores de inovação em Portugal” deste boletim) e de acompanhar o processo de digitalização (Caixa 6 “Qual o grau de digitalização da economia portuguesa?” deste boletim) assumem um papel fulcral.

A desaceleração do emprego foi extensível a todos os setores de atividade e o seu crescimento foi sustentado pelos indivíduos residentes com nacionalidade estrangeira, numa medida substancialmente superior à observada em 2018. A taxa de desemprego manteve a trajetória de diminuição em 2019, embora com um perfil mais moderado. No conjunto do ano, a taxa de desemprego situou-se no valor mais baixo desde 2003, mas o perfil intra-anual de queda foi interrompido no quarto trimestre. A par da redução da taxa de desemprego, os indicadores disponíveis apontam para um aumento da restritividade no mercado de trabalho, com a taxa de emprego em níveis historicamente elevados.

A evolução favorável do mercado de trabalho foi acompanhada por uma ligeira aceleração das remunerações por trabalhador. A massa salarial da economia, no entanto, cresceu a um menor ritmo, contribuindo para o abrandamento do rendimento disponível das famílias. Dado que o consumo privado também desacelerou face ao observado no ano anterior, essencialmente devido à componente de bens duradouros associada aos automóveis, a taxa de poupança das famílias manteve-se estabilizada em níveis historicamente baixos. De notar que esta reação agregada do consumo privado tem subjacente uma resposta diferenciada das diversas famílias, em função das respetivas características e do enquadramento a que estão sujeitas (Caixa 7 “Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito” deste boletim). A estabilização da taxa de poupança, conjugada com a continuação do dinamismo do investimento residencial, implicou uma nova redução da capacidade líquida de financiamento das famílias.

Num ambiente de taxas de juro muito baixas, o financiamento das decisões de consumo e de investimento dos particulares continuou a ser suportado, em parte, por recurso ao crédito, que registou um novo aumento em 2019. A dívida das famílias em percentagem do rendimento disponível manteve, no entanto, a trajetória descendente, espelhando um aumento do rendimento disponível superior ao acréscimo no *stock* da dívida. No final de 2019, a fração de consumo financiada com recurso a crédito atingiu o valor mais elevado dos últimos 10 anos. No que respeita à aquisição de habitação, o montante de novos empréstimos bancários a particulares continuou a aumentar, tendo no final do ano também ultrapassado os níveis em valores absolutos atingidos em 2010. As taxas de juro destes empréstimos têm vindo a reduzir-se em Portugal, encontrando-se, no final de 2019, num nível inferior ao da maioria dos países da área do euro, quando excluídos os outros encargos que não juros (Caixa 1 “A diminuição recente das taxas de juro nos empréstimos à habitação em Portugal face à área do euro” deste boletim). Importa ainda destacar que, apesar do dinamismo dos preços da habitação, em particular em alguns segmentos e áreas geográficas, houve alguma estabilização no montante das transações imobiliárias ao longo de 2019, embora a um nível elevado.

O crescimento do investimento aumentou ligeiramente em 2019, apesar do perfil de desaceleração ao longo do ano. No conjunto das principais componentes da despesa foi a que mais cresceu e a única que registou uma aceleração, ainda que ténue. Esta evolução refletiu, em particular, o dinamismo da componente de construção. Tal resultou do aumento do investimento público e de algumas grandes

obras em curso, que beneficiaram, em ambos os casos, de cofinanciamento comunitário. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em máquinas e equipamentos desacelerou e a FBCF em material de transporte reduziu-se face ao ano anterior, mas em ambos os casos esta evolução refletiu importantes efeitos base.

O *stock* de crédito total às sociedades não financeiras aumentou ligeiramente em 2019 depois de ter registado reduções nos anos anteriores. Assim, foi por via do crescimento da atividade económica que a dívida das empresas não financeiras em percentagem do PIB manteve a trajetória de diminuição observada desde 2013. À semelhança do 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 credores residentes diminuíram a sua importância. No entanto, quando se ajusta do efeito associado a vendas e abatimentos de créditos continuou a observar-se um fluxo de transações positivo na exposição dos bancos portugueses às empresas. As empresas continuaram a financiar-se com custos historicamente reduzidos, mantendo-se uma diferenciação consoante o respetivo nível de risco.

Tal como na área do euro, o abrandamento da atividade económica em Portugal deveu-se em larga medida à evolução das exportações, na sequência da desaceleração da procura externa dirigida aos exportadores portugueses. Esta evolução foi compatível com um novo ganho de quota de mercado em 2019, superior ao verificado no ano anterior. Por componentes, o abrandamento das exportações refletiu o menor crescimento das vendas ao exterior de bens não energéticos e de serviços excluindo turismo, enquanto as exportações de turismo mantiveram um crescimento robusto.

Os desenvolvimentos nos fluxos com o exterior traduziram-se numa diminuição do excedente da balança de bens e serviços em 2019, contribuindo em larga medida para a redução da capacidade de financiamento da economia portuguesa. Esta evolução refletiu um aumento do défice da balança de bens – decorrente de um maior défice na componente energética – e uma redução do excedente da balança de serviços, associada ao comportamento dos serviços excluindo viagens e turismo. O saldo de transferências com a União Europeia (UE) apresentou um ligeiro aumento em 2019, mas os recebimentos dos fundos europeus mantêm-se num nível baixo quando se compara com o perfil da execução nos anteriores ciclos de apoio europeu. A posição de investimento internacional (PII) em percentagem do PIB continuou a melhorar, embora atinja um nível ainda elevado, de cerca de -100% do PIB. De notar que, em termos de composição, a evolução da PII tem sido caracterizada por uma redução do peso das componentes com maior grau de vulnerabilidade no caso de choques adversos.

Quanto ao setor das administrações públicas, verificou-se em 2019 uma melhoria do saldo orçamental para uma situação de excedente. Este resultado foi determinado pela diminuição significativa dos encargos com o serviço da dívida e pelo contributo positivo da atividade económica, dado o crescimento do PIB acima do produto potencial. Corrigindo estes impactos e a variação praticamente neutra do efeito das medidas temporárias, obtém-se uma estabilização do saldo estrutural primário, apontando para uma orientação essencialmente neutra da política orçamental, à semelhança do verificado nos últimos anos. Esta evolução tem subjacente uma estabilização quer da receita total estrutural – apesar da ligeira redução dos impostos e contribuições sociais no seu conjunto (Caixa 2 “Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva” deste boletim) –, quer da despesa primária estrutural em rácio do PIB potencial. A dívida pública em percentagem do PIB voltou

a diminuir, em resultado do elevado excedente primário e do crescimento nominal da atividade económica acima da taxa de juro implícita da dívida. No final de 2019, o rácio da dívida situava-se num nível elevado mas apresentava uma trajetória descendente e o saldo estrutural encontrava-se próximo do objetivo orçamental de médio prazo.

Por fim, a taxa de inflação reduziu-se em 2019, atingindo níveis particularmente baixos e aumentando o diferencial negativo face à área do euro. As pressões inflacionistas de origem externa foram pouco expressivas e, a nível interno, verificou-se uma desaceleração dos custos do trabalho por unidade produzida e a manutenção da compressão das margens de lucro das empresas (Caixa 8 “Evolução recente da rentabilidade das empresas portuguesas” deste boletim). Nos últimos anos, a evolução da inflação em Portugal tem estado diretamente relacionada com a situação prevalecente no conjunto da área do euro, em que a inflação, nomeadamente a inflação subjacente, tem sido sistematicamente inferior ao objetivo de estabilidade de preços.

A economia portuguesa apresentou um desempenho relativamente positivo em 2019, não obstante uma desaceleração consistente com a maturação do ciclo económico. Com efeito, a atividade manteve um diferencial positivo de crescimento face à área do euro, registando-se um aumento da produtividade, num contexto de desemprego historicamente baixo, ausência de pressões inflacionistas e manutenção da capacidade de financiamento face ao exterior com ganhos adicionais de quota de mercado das exportações. Adicionalmente, o processo de desalavancagem dos setores público e privado prosseguiu, ainda que o endividamento permaneça em níveis muito elevados. Estas perspetivas globalmente positivas para a economia portuguesa deterioraram-se abrupta e significativamente com a atual crise pandémica. As consequências económicas desta crise são ainda difíceis de avaliar. A resposta de política tem sido rápida e decisiva, procurando suportar a saúde e rendimento das famílias mais afetadas e garantir que a atividade económica possa ser retomada com o mínimo de disrupção. No entanto, efeitos negativos muito profundos e potencialmente prolongados no tempo, que perturbarão o processo de ajustamento da economia portuguesa, são uma inevitabilidade.

2 Enquadramento internacional

⋮ O ritmo de crescimento económico mundial diminuiu
⋮ consideravelmente em 2019

A atividade mundial abrandou de forma generalizada em 2019, num contexto de elevada incerteza a nível global, associada à intensificação de tensões comerciais e ao enfraquecimento da atividade no setor industrial. Estes fatores juntaram-se à tendência de desaceleração nas economias avançadas decorrente da maturação do ciclo económico e à trajetória de abrandamento gradual da economia chinesa. Por seu turno, tensões políticas e sociais afetaram negativamente a atividade na América Latina (Quadro I.2.1).

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Economia mundial	3,5	3,4	3,9	3,6	2,9
Economias avançadas	2,3	1,7	2,5	2,2	1,7
EUA	2,9	1,6	2,4	2,9	2,3
Japão	1,3	0,5	2,2	0,3	0,7
Área do euro	2,0	1,9	2,7	1,9	1,2
Alemanha	1,5	2,1	2,8	1,5	0,6
França	1,0	1,0	2,4	1,7	1,3
Itália	0,7	1,4	1,7	0,7	0,3
Espanha	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0
Reino Unido	2,4	1,9	1,9	1,3	1,4
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	4,3	4,6	4,8	4,5	3,7
Países europeus em desenvolvimento	0,9	1,8	4,0	3,2	2,1
Rússia	-2,0	0,3	1,8	2,5	1,3
Países asiáticos em desenvolvimento	6,8	6,8	6,7	6,3	5,5
China	6,9	6,8	6,9	6,8	6,1
Índia	8,0	8,3	7,0	6,1	4,2
América Latina e Caraíbas	0,3	-0,6	1,3	1,1	0,1
Brasil	-3,6	-3,3	1,3	1,3	1,1
Médio Oriente e Ásia Central	2,6	5,0	2,3	1,8	1,2
África Subsariana	3,2	1,4	3,0	3,3	3,1
Angola	0,9	-2,6	-0,2	-1,2	-1,5

Fontes: Eurostat, FMI *World Economic Outlook* e Refinitiv.

Os elevados níveis de incerteza terão levado os agentes económicos a adiar decisões de consumo e investimento, contribuindo para a desaceleração do comércio a nível mundial e para o agravamento da situação económica do setor industrial (especialmente na indústria automóvel¹). No entanto, uma maior acomodação monetária pelos principais bancos centrais e a adoção de políticas orçamentais expansionistas em vários países, bem como o anúncio de progressos no último trimestre nas negociações de um acordo comercial parcial entre os Estados Unidos e a China, terão contribuído para mitigar aqueles desenvolvimentos.

1. Ver "Box 1.1. The Global Automobile Industry: Recent Developments and Implications for the Global Outlook", *World Economic Outlook* do FMI, outubro de 2019.

... O comércio mundial abrandou de forma mais significativa do que a atividade económica

O ano de 2019 ficou marcado pelas tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China. Depois do recrudescimento do conflito na primeira metade do ano, observou-se uma intensificação das tensões durante o segundo semestre, que se atenuaram no final do ano.² A elasticidade entre o comércio e o PIB mundial tem sido baixa nos últimos anos quando comparada com o período anterior à crise financeira.³ Em 2019, as importações mundiais abrandaram mais do que a atividade económica, tendo mesmo contraído no caso das importações de bens (Gráfico I.2.1). Esta evolução refletiu o efeito negativo das medidas protecionistas, nomeadamente através do aumento dos custos de importação e de reconfiguração das cadeias de produção globais. Ao mesmo tempo, o enfraquecimento do setor industrial, tipicamente mais dependente de importações, e o abrandamento do investimento no contexto de maior incerteza também contribuíram para esta desaceleração.

Gráfico I.2.1 • PIB e importações mundiais de bens | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: CPB, Eurostat, FMI e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal).

... O preço do petróleo foi, em média anual, mais baixo em 2019 do que em 2018

Desde o final de 2018, o preço do petróleo apresentou uma trajetória ascendente até maio de 2019, ultrapassando os 70 dólares por barril, seguindo-se uma redução até outubro (atingindo valores abaixo de 60 dólares) motivada pelas expectativas de abrandamento da economia mundial. No último trimestre de 2019, alguns choques do lado da oferta – nomeadamente o ataque a instalações petrolíferas na Arábia Saudita e a extensão das restrições à produção nos países da OPEP+ em dezembro – e os progressos na negociação de um acordo comercial entre os Estados Unidos e a China motivaram

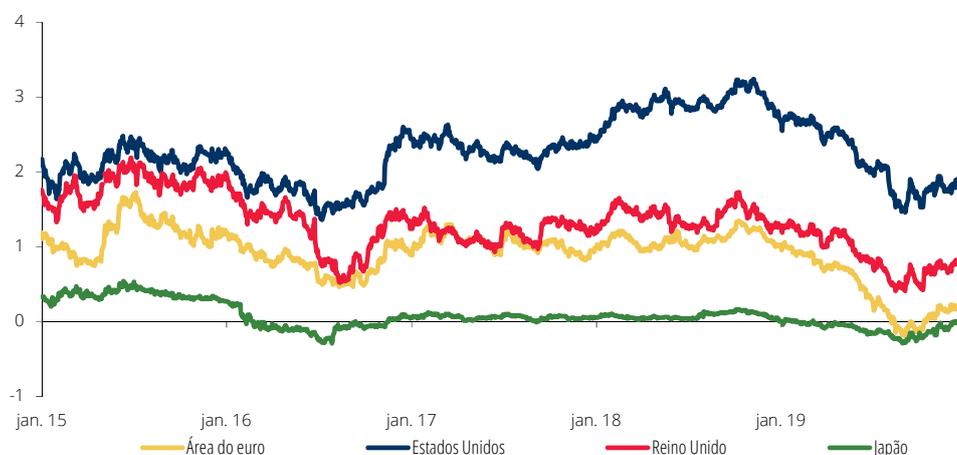
2. Para mais detalhes sobre os impactos das tensões comerciais no comércio mundial, ver a Caixa 1 “Desenvolvimentos recentes e perspetivas para o comércio mundial” do *Boletim Económico* de dezembro de 2019.
3. A elasticidade entre as importações mundiais e o PIB é medida pelo rácio entre o crescimento das importações mundiais de bens e serviços e o crescimento do PIB mundial, ambos em termos reais.

uma ligeira recuperação no final do ano (para cerca de 65 dólares). No conjunto do ano de 2019, o preço do petróleo foi, em média, 10% inferior face a 2018.

Nos mercados financeiros destacaram-se os movimentos motivados por aversão ao risco e a valorização dos índices bolsistas ao longo do ano

Ao longo de 2019, o sentimento nos mercados financeiros deteriorou-se no seguimento do agravamento das tensões comerciais e da acumulação de riscos descendentes quanto à atividade e inflação nas economias avançadas. Neste contexto, verificaram-se movimentos de aversão ao risco nos mercados financeiros ao longo do ano que foram mitigados pela adoção generalizada de orientações de política monetária mais acomodatórias. As taxas de juro da dívida pública a 10 anos diminuíram, especialmente nos três primeiros trimestres de 2019 e nos Estados Unidos (Gráfico I.2.2). De notar que, para prazos mais longos, as taxas de juro chegaram a atingir valores negativos no Verão no caso de alguns países da área do euro percecionados como tendo melhor qualidade creditícia. Em simultâneo, observou-se a apreciação de moedas de refúgio (nomeadamente o franco suíço e o iene japonês) e o aumento do preço do ouro. O euro depreciou ao longo do ano, refletindo as perspetivas de desaceleração da atividade económica, a instabilidade política em Espanha e Itália e a incerteza em torno do processo de saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*).

Gráfico I.2.2 • Taxas de juro da dívida pública a 10 anos | Percentagem



Fontes: BCE e Bloomberg. | Nota: A série da área do euro corresponde a uma média ponderada de dívida pública dos países da união monetária.

No mercado acionista, os principais índices bolsistas valorizaram em 2019, atingindo máximos históricos em alguns países, nomeadamente nos Estados Unidos (Gráfico I.2.3). Dado o abrandamento da atividade mundial e a elevada incerteza, estes desenvolvimentos sinalizaram algum otimismo dos mercados acionistas quanto às perspetivas para a atividade económica.⁴ Em particular,

4. Para uma análise sobre a evolução dos prémios de risco no mercado acionista norte-americano ver o artigo "O prémio de risco acionista no S&P500" da *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal vol. IV, n.º 4 de 2019.

no final do ano, a melhoria dos índices bolsistas refletiu alguns sinais de melhoria do enquadramento internacional, com expectativas de um acordo comercial entre os Estados Unidos e a China e da concretização do *Brexit* no início de 2020.

Gráfico I.2.3 • Mercados bolsistas internacionais | Índice (01-01-2015 = 100)



Fontes: Refinitiv e Bloomberg (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Os índices bolsistas representados são o Dow Jones Eurostoxx alargado (área do euro), Standard and Poors 500 (EUA), Footsie 100 (Reino Unido), Nikkei 225 (Japão) e MSCI (Economias de mercado emergentes).

⋮ A desaceleração da atividade económica foi generalizada à maioria das economias avançadas e das economias de mercado emergentes

Nos Estados Unidos, o crescimento do PIB abrandou para 2,3% em 2019, mantendo-se resiliente num quadro de deterioração do enquadramento internacional e do conflito comercial com a China. No segundo semestre o crescimento da atividade moderou ligeiramente face à primeira metade do ano, decorrente de um abrandamento do investimento privado num ambiente de deterioração do sentimento económico e de maior incerteza associadas às tensões comerciais. A inflação medida pelo deflator do consumo privado manteve-se relativamente estável em torno de 1,4% ao longo do ano, abaixo do objetivo da Reserva Federal. As baixas pressões inflacionistas e os riscos descendentes em torno das perspetivas para o crescimento global motivaram a cessação do processo de normalização da política monetária norte-americana com um corte de 25 pontos base nas taxas de juro diretas em julho, ao qual se seguiram mais dois de igual montante em setembro e outubro.

O crescimento da atividade económica no Reino Unido estabilizou em 2019, mas manteve-se modesto (1,4%), continuando a ser penalizado pela incerteza em torno da relação económica com a União Europeia.⁵ Comparativamente com outras economias avançadas, o Reino Unido tem apresentado um perfil de crescimento da atividade mais moderado desde o referendo de 2016, especialmente em resultado da evolução do investimento. A inflação, medida pela taxa de variação homóloga do índice de preços no consumidor (IPC), diminuiu ao longo do ano, situando-se abaixo do objetivo do

5. Para uma análise deste impacto, veja-se a Caixa 1 “Desenvolvimentos no processo de saída da União Europeia (*Brexit*) e o seu impacto no Reino Unido” do *Boletim Económico* de maio de 2019.

Banco de Inglaterra durante o segundo semestre. Esta redução é explicada em parte pela descida do preço dos bens energéticos, em linha com a evolução do preço do petróleo.

A atividade nas economias de mercado emergentes abrandou em 2019. O PIB da China desacelerou, refletindo o abrandamento da procura interna e o impacto negativo das tarifas impostas pelos Estados Unidos às exportações chinesas. Por outro lado, o aumento das tensões políticas e sociais, nomeadamente na América do Sul, também contribuíram para um abrandamento de algumas economias de mercado emergentes. O crescimento económico no Brasil moderou em 2019 devido a dificuldades na indústria da mineração no primeiro trimestre.

⋮ O PIB da área do euro desacelerou em 2019, num contexto de enfraquecimento da procura externa

Em 2019, a atividade cresceu 1,2% na área do euro, menos 0,7 pontos percentuais (pp) do que no ano anterior. A procura interna continuou a ser o motor do crescimento económico, suportada pela manutenção de condições financeiras favoráveis e melhorias no mercado de trabalho. Por seu turno, as exportações abrandaram em 2019 num contexto de moderação da atividade global e da subsequente desaceleração da procura externa dirigida à área do euro. A dicotomia entre os desenvolvimentos na indústria e nos serviços, associada à redução do comércio mundial e às fragilidades em alguns setores industriais importantes (nomeadamente o setor automóvel e tecnológico), observou-se a nível internacional e também na área do euro (Caixa 3 “A dualidade indústria-serviços: Portugal no contexto das economias avançadas” deste boletim). O valor acrescentado bruto do setor dos serviços continuou a crescer em 2019 a um ritmo sustentado (1,7%), apenas ligeiramente abaixo do crescimento de 2018, enquanto a atividade industrial excluindo construção contraiu ao longo do ano, refletindo em parte as dificuldades da indústria automóvel alemã.

No que respeita às maiores economias da área do euro, o abrandamento em 2019 foi generalizado. Na Alemanha e em França, a aceleração do consumo foi atenuada por contributos negativos da variação de existências e das exportações líquidas, motivados pelo abrandamento significativo das exportações. A procura interna em Espanha e Itália abrandou, continuando no entanto a suportar o crescimento económico. Espanha registou um abrandamento significativo na formação bruta de capital fixo, especialmente em construção. Itália e Alemanha foram as economias da área do euro mais afetadas pelas fragilidades no setor industrial, registando uma contração no indicador de produção industrial face a 2018 e quebras no crescimento da formação bruta de capital fixo em máquinas e equipamentos, principalmente no segundo semestre de 2019.

⋮ A procura externa dirigida a Portugal voltou a abrandar consideravelmente em 2019

A procura externa dirigida à economia portuguesa continuou a desacelerar em 2019, refletindo um menor crescimento dos principais parceiros comerciais e um abrandamento do comércio mundial. No grupo dos parceiros comerciais fora da área do euro, destaca-se a desaceleração significativa das importações da China, do Brasil e dos Estados Unidos, no contexto de aumento do protecionismo associado ao conflito comercial entre os Estados Unidos e a China. Note-se

que as importações oriundas do Reino Unido aceleraram em 2019, embora haja alguma volatilidade no perfil intra-anual associada à acumulação de existências antes da data de saída da União Europeia (adiada primeiro em março e depois em outubro, vindo a concretizar-se apenas no final de janeiro de 2020). No grupo dos países da área do euro, as importações de Itália, Espanha e Alemanha foram as que desaceleraram de forma mais significativa, refletindo as fragilidades dos respetivos setores industriais (tipicamente mais intensivos em importações) e a moderação do investimento (Quadro I.2.2).

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

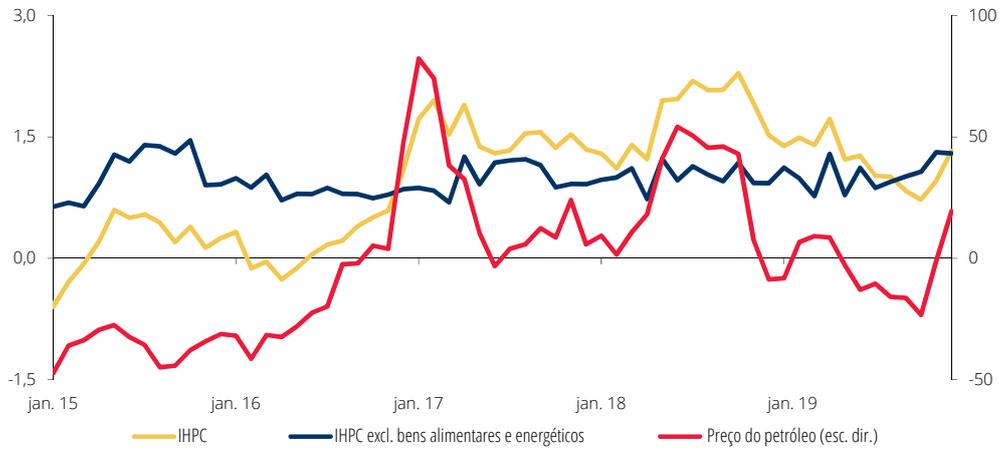
	Pesos ^(b)	2015	2016	2017	2018	2019
Procura externa (BCE) ^(a)	100	3,9	2,9	5,0	3,4	2,0
Procura externa intra-área do euro	63,3	6,0	3,2	5,7	2,8	1,9
Importações:						
Espanha	25,9	5,1	2,6	6,6	3,3	1,2
França	12,7	5,7	3,0	4,1	1,2	2,2
Alemanha	11,9	5,4	4,2	5,7	3,7	1,9
Itália	3,5	6,3	4,1	6,5	2,8	-0,2
Procura externa extra-área do euro	36,7	0,8	2,4	3,8	4,3	2,2
Importações:						
Reino Unido	7,0	5,4	4,4	3,5	2,0	4,6
Estados Unidos	5,2	5,3	2,0	4,7	4,4	1,0
China	1,6	-0,7	3,9	7,0	5,9	-0,9
Brasil	1,3	-14,0	-10,4	7,2	7,5	2,7
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		2,8	2,3	5,7	3,8	0,9
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		1,7	1,5	5,2	3,8	-0,4

Fontes: BCE, CPB, FMI e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As taxas de variação apresentadas para os diversos países dizem respeito às respetivas importações de bens e serviços. (a) A procura externa é 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 ponderada de acordo com o seu peso nas exportações de Portugal. (b) São utilizados pesos médios referentes ao período 2015-17.

⋮ A inflação na área do euro diminuiu em 2019, refletindo sobretudo o contributo das componentes mais voláteis

O perfil da inflação na área do euro foi muito influenciado pelo preço dos bens energéticos, reduzindo-se a partir de maio no seguimento da descida do preço do petróleo (Gráfico I.2.4). No conjunto do ano, a taxa de inflação reduziu-se, passando de 1,8% para 1,2%. A inflação excluindo bens alimentares e energéticos manteve-se relativamente estável durante 2019, em torno de 1,0%, embora tenha aumentado ligeiramente no último trimestre do ano. As pressões sobre os preços dos bens industriais não energéticos permaneceram fracas e, apesar da aceleração das remunerações, a evolução dos preços dos serviços também foi limitada. Parece existir, no entanto, uma diferenciação entre os níveis de inflação excluindo bens alimentares e energéticos entre grupos de países. Desde a crise das dívidas soberanas, os países do sul da Europa, nomeadamente Itália, Espanha, Portugal, Grécia e Chipre, têm apresentado taxas de inflação subjacente mais baixas do que os países percecionados como tendo melhor qualidade creditícia (Alemanha, França, Países Baixos, Bélgica, Áustria e Finlândia) (Capítulo 7).

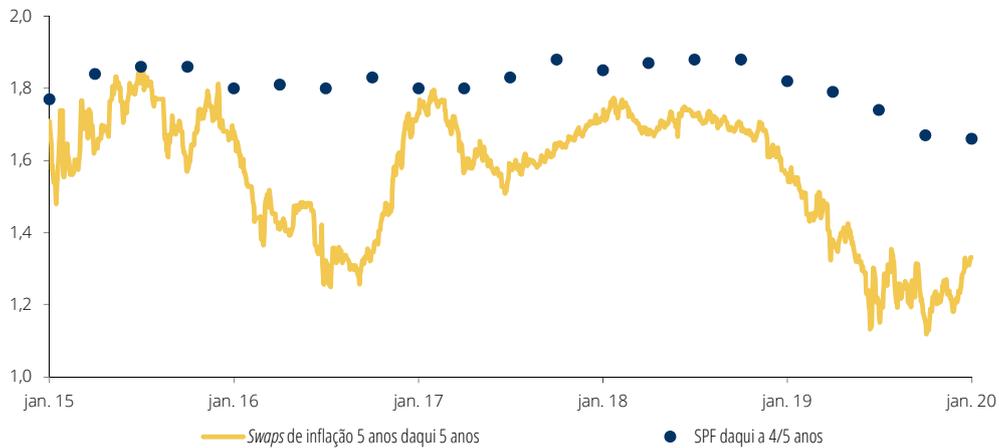
Gráfico I.2.4 • Inflação na área do euro e preço do petróleo | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: Bloomberg e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Preço do petróleo em euros.

As expectativas de inflação para um horizonte de 4 ou 5 anos na área do euro, baseadas em inquéritos, diminuíram em 2019, atingindo mínimos históricos no segundo semestre (1,7%) (Gráfico I.2.5). Da mesma forma, as expectativas implícitas em instrumentos de mercado para um horizonte de 5 a 10 anos apresentaram uma tendência descendente, estabilizando no final do ano em valores mais baixos (cerca de 1,3%).

Gráfico I.2.5 • Expetativas de inflação na área do euro | Percentagem



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

3 Condições monetárias e financeiras

3.1 Área do euro

⋮ Ao longo de 2019, o BCE reforçou o carácter acomodatório da política monetária

Num contexto de abrandamento da atividade económica, de aumento da incerteza a nível global, de riscos descendentes para a atividade e de um nível de inflação (observado e projetado) abaixo do objetivo de estabilidade de preços, o BCE reforçou a orientação acomodatória da política monetária na área do euro ao longo de 2019. Em março, o Conselho do BCE anunciou a introdução de uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPAD-III), recalibrada em setembro com uma taxa de juro mais baixa e uma maturidade mais longa. As indicações quanto à trajetória futura das taxas diretoras (*forward guidance*) foram alteradas. Numa primeira fase foi estendido o período mínimo durante o qual as taxas se manteriam inalteradas (em junho) ou em níveis inferiores aos do momento (em julho). Posteriormente (em setembro), o Conselho do BCE reduziu a taxa de juro da facilidade permanente de depósito de -0,4% para -0,5%. Em simultâneo, anunciou que as taxas de juro diretoras se deveriam manter nos níveis do momento, ou inferiores, até que as perspetivas de inflação estivessem a convergir de forma robusta para um nível suficientemente próximo, mas abaixo de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se tivesse refletido consistentemente na dinâmica da inflação subjacente. A redução da taxa de juro da facilidade permanente de depósito em setembro foi acompanhada pela introdução de um sistema de dois níveis para a remuneração de reservas excedentárias das instituições de crédito, ficando uma parte destas reservas isenta da taxa de juro negativa. Também em setembro, o Conselho do BCE decidiu reiniciar as aquisições líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme*, APP), com um ritmo de compras mensal de 20 mil milhões de euros e com duração até pouco antes de o BCE começar a subir as taxas de juro diretoras.⁶ Estas medidas visavam suportar o retorno sustentado da inflação ao objetivo de médio prazo, através da manutenção de condições de financiamento bancário favoráveis e da manutenção da transmissão adequada da política monetária.⁷

⋮ Num contexto de maior acomodação monetária, as condições monetárias e financeiras tornaram-se mais favoráveis

As condições de financiamento tornaram-se mais favoráveis em 2019, uma vez que algumas das medidas de política monetária introduzidas ao longo do ano, nomeadamente a ORPAD-III e o sistema de remuneração de reservas excedentárias com dois níveis, foram dirigidas à capacidade de concessão de crédito do sistema bancário e à melhoria da transmissão da política monetária (Gráfico I.3.1). Assim, as taxas de juro dos novos empréstimos reduziram-se em 2019, atingindo mínimos históricos, em linha com a evolução das taxas do mercado monetário.

6. Mais detalhes sobre as medidas de política monetária implementadas em 2019 podem ser encontrados na Caixa “Decisões de política monetária na área do euro em 2019” do *Relatório do Conselho de Administração – Atividade e Contas 2019* do Banco de Portugal.

7. Uma explicação dos canais de transmissão destas medidas pode ser encontrada no Tema em destaque “Política monetária não convencional do BCE: o que foi feito e que impacto teve?” do *Boletim Económico* de junho de 2015.

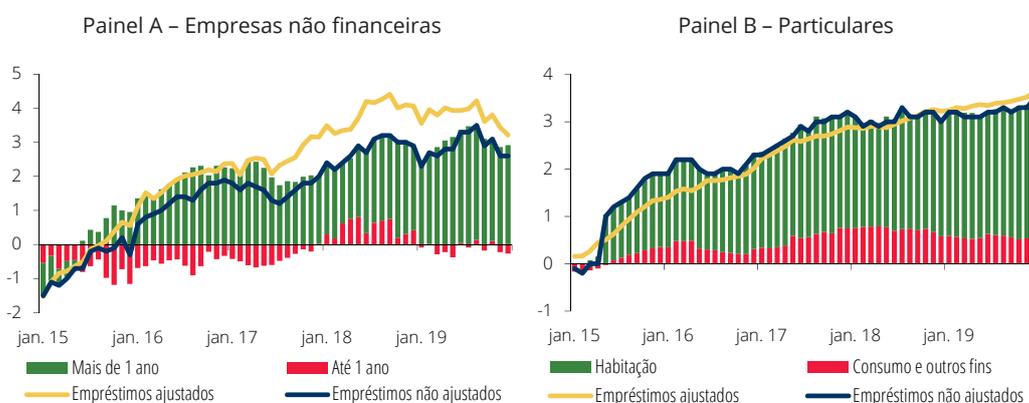
Gráfico I.3.1 • Índice de condições financeiras na área do euro | Índice (jan. 2019 = 100)



Fonte: Bloomberg (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O índice de condições financeiras agrega informação do mercado monetário, acionista e obrigacionista.

Os empréstimos às empresas não financeiras cresceram a uma taxa relativamente estável no primeiro semestre de 2019, mas desaceleraram na segunda metade do ano, especialmente nos empréstimos com maturidade residual mais curta (Gráfico I.3.2, Painel A). De acordo com dados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (Bank Lending Survey, BLS)*, a procura de empréstimos por parte das empresas reduziu-se, especialmente em Espanha, num contexto do abrandamento da atividade económica, menor procura de financiamento para investimento e de menores necessidades de fundo de maneio. Por seu turno, os empréstimos a particulares continuaram a acelerar ao longo de 2019, ganhando maior dinamismo no segundo semestre, especialmente os empréstimos concedidos para aquisição de habitação (Gráfico I.3.2, Painel B). Os resultados do BLS apontavam para um fortalecimento da procura por empréstimos para aquisição de habitação, motivada pelo baixo nível das taxas de juro e perspetivas favoráveis para o mercado imobiliário.

Gráfico I.3.2 • Empréstimos bancários na área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem, e pontos percentuais



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal). | 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.

O custo de financiamento dos bancos diminuiu em 2019 devido principalmente à redução significativa do custo de financiamento através de obrigações, enquanto as taxas passivas permaneceram praticamente inalteradas em níveis historicamente baixos. Ao longo do ano verificou-se um aumento das emissões obrigacionistas por parte de bancos, acompanhado de uma redução mais notória na emissão de ações, que apresentou um crescimento praticamente nulo em 2019. Para as empresas não financeiras, o custo de financiamento por obrigações também diminuiu em 2019, enquanto o custo de financiamento por via de ações se tornou mais elevado. Assim, as empresas aumentaram em 2019 a emissão de dívida obrigacionista.

3.2 Portugal

As condições de financiamento dos bancos portugueses mantiveram-se favoráveis em 2019

À semelhança do que aconteceu nos últimos anos, os bancos portugueses continuaram a beneficiar de condições de financiamento favoráveis num quadro em que as taxas de juro estão em níveis historicamente baixos (Gráfico I.3.3). As medidas de política monetária não convencional do BCE continuaram a ter um papel importante nesta evolução. Em particular, a introdução da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas que ocorreu em setembro e dezembro de 2019 permitiu aos bancos financiarem-se em maturidades longas com taxas muito reduzidas.

O custo de financiamento dos bancos através de depósitos continuou a diminuir, mantendo-se a um nível inferior ao verificado na área do euro. No mesmo sentido, as taxas suportadas pelo recurso ao financiamento no mercado monetário também diminuíram, interrompendo um período de estabilização que se verificava desde 2017. De acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* em Portugal, observaram-se condições de financiamento relativamente estáveis face ao ano anterior.

Gráfico I.3.3 • Custo de financiamento dos bancos portugueses | Em percentagem



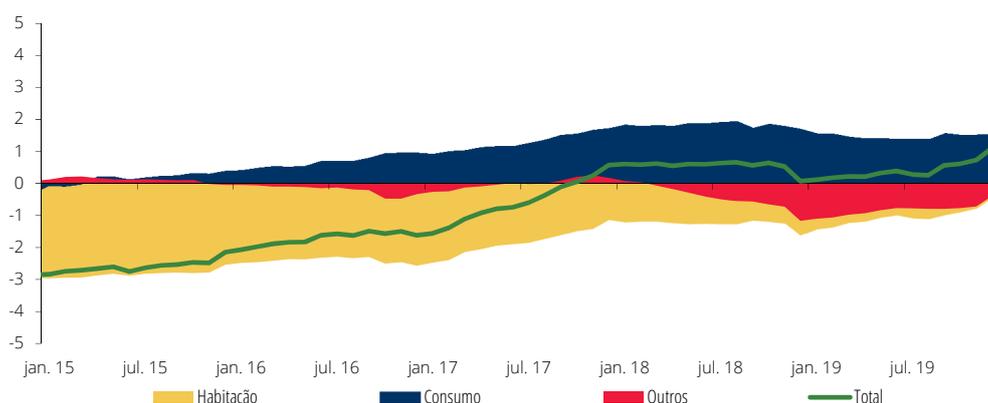
Fonte: Banco de Portugal e Refinitiv. | Nota: O custo de financiamento por depósitos corresponde à taxa de juro do saldo de depósitos de empresas e particulares, o custo de financiamento junto do Eurosistema corresponde à taxa das operações principais de refinanciamento e o custo de financiamento no mercado monetário corresponde à Euribor a 6 meses. A média ponderada é calculada de acordo com o peso relativo destas três fontes de financiamento dos bancos. Em dezembro de 2019, estas fontes de financiamento representavam 96% do total do passivo (dados consolidados).

O crédito aos particulares aumentou em 2019, mas a dívida em percentagem do rendimento disponível manteve a trajetória descendente

A dívida dos particulares em percentagem do rendimento disponível tem registado uma trajetória descendente desde o segundo trimestre de 2012. No final de 2019 situava-se em 97%, menos 1,6 pp do que no final do ano anterior, convergindo assim para a mediana da área do euro (95%). Esta evolução decorreu do aumento do rendimento disponível, uma vez que o *stock* da dívida aumentou ligeiramente.

A taxa de variação anual do crédito total a particulares foi de 1,1% em 2019 (Gráfico I.3.4). O principal contributo para esta variação teve origem nos empréstimos para consumo, que desaceleraram no primeiro semestre e voltaram a acelerar no segundo semestre. Por sua vez, os empréstimos para compra de habitação e para outros fins continuaram a registar ao longo de 2019 um contributo negativo. No caso da habitação a magnitude deste contributo reduziu-se ao longo de 2019, situando-se no final do ano num valor praticamente nulo. Tal evolução resultou do aumento dos novos empréstimos e da interrupção no aumento dos reembolsos, os quais continuaram contudo em níveis elevados.

Gráfico I.3.4 • Contributos para a taxa de variação anual do crédito a particulares por finalidade
| Em percentagem e pontos percentuais

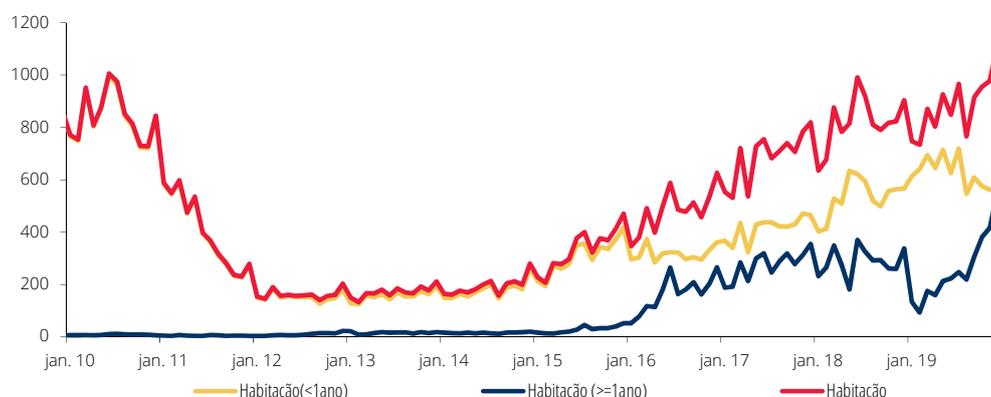


Fonte: Banco de Portugal.

O montante de novos empréstimos bancários a particulares para aquisição de habitação ultrapassou os níveis atingidos em 2010

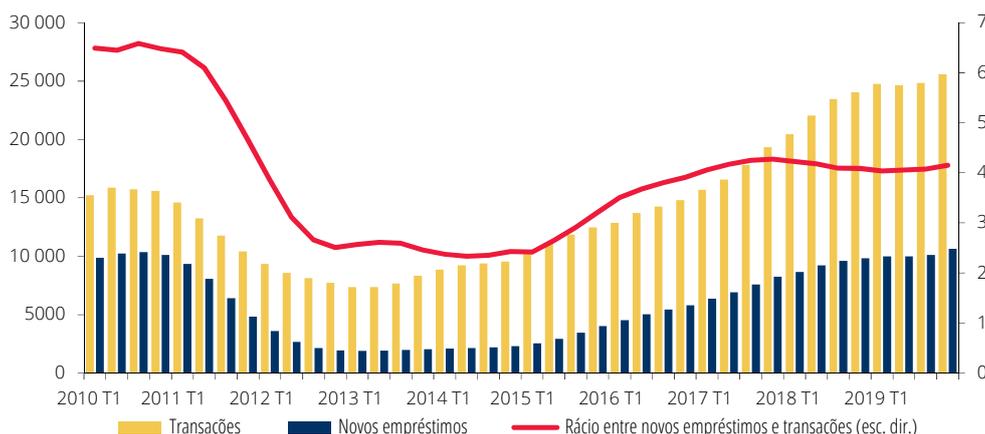
O montante de novos empréstimos bancários a particulares para aquisição de habitação continuou a registar uma trajetória ascendente em 2019, tendo no final do ano ultrapassado os níveis atingidos em 2010 (Gráfico I.3.5). O crescimento verificado no final do ano tem subjacente um aumento dos empréstimos com taxa de juro fixa. O *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* indica que a procura de crédito por parte dos particulares teve um ligeiro aumento a partir do segundo trimestre do ano, justificado pelo baixo nível das taxas de juro. Ao longo de 2019, apesar do dinamismo dos preços da habitação, houve alguma estabilização no montante das transações imobiliárias, embora a um nível elevado. O rácio entre os novos empréstimos para habitação e o montante total das transações de alojamentos familiares permaneceu em cerca de 40% (Gráfico I.3.6).

Gráfico I.3.5 • Montante de novos empréstimos bancários a particulares para habitação
| Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A desagregação por prazos refere-se ao prazo de fixação da taxa de juro. Montante dos novos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes.

Gráfico I.3.6 • Transações de alojamentos familiares e novos empréstimos para habitação
| Em milhões de euros e percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Valores acumulados de 12 meses.

⋮ No final de 2019, a fração de consumo financiada com recurso a crédito atingiu o maior valor dos últimos 10 anos

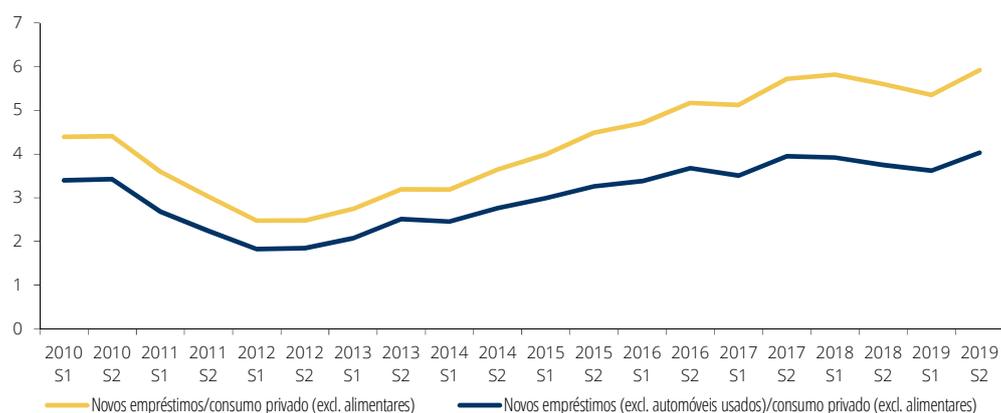
O montante de novos créditos ao consumo registou um crescimento ao longo do ano, tendo acelerado na segunda metade do ano. A fração de consumo financiada com recurso a crédito diminuiu no primeiro semestre, tendo invertido essa tendência na segunda metade do ano (Gráfico I.3.7).

⋮ As taxas de juro dos novos empréstimos a particulares para aquisição de habitação diminuíram, mas estabilizaram no caso do crédito ao consumo

Em 2019, a taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) a novos empréstimos bancários para aquisição de habitação continuou a trajetória descendente verificada nos últimos anos, traduzindo-se numa

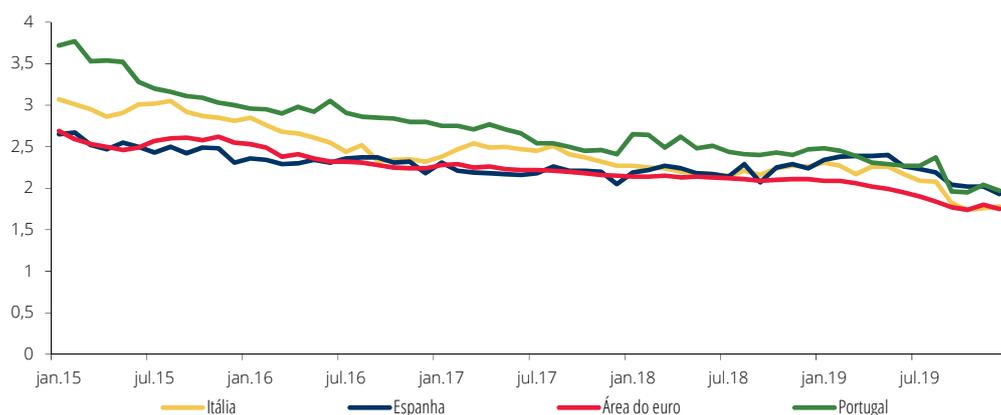
queda de 50 pontos base (pb) (Gráfico I.3.8). Esta taxa situou-se num nível próximo do registado em Espanha e continuou a ser mais elevada do que a taxa no conjunto da área do euro. Esta situação reflete o facto de os outros encargos que não juros serem mais elevados em Portugal do que na maioria dos países da área do euro. De facto, excluindo estes encargos, que nos últimos anos se têm mantidos relativamente estáveis, a taxa de juro dos novos empréstimos à habitação situa-se em Portugal num nível mais baixo do que na média da área do euro e do que em Espanha (Caixa 1 “A diminuição recente das taxas de juro nos empréstimos à habitação em Portugal face à área do euro” deste boletim).

Gráfico I.3.7 • Novos empréstimos ao consumo concedidos por instituições financeiras residentes | Em percentagem do consumo privado excluindo alimentares



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: O agregado do crédito ao consumo não inclui o crédito *revolving* (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. Apresenta-se também o indicador que exclui o crédito para aquisição de automóveis usados, atendendo a que uma parte destas aquisições não é contabilizada no consumo privado.

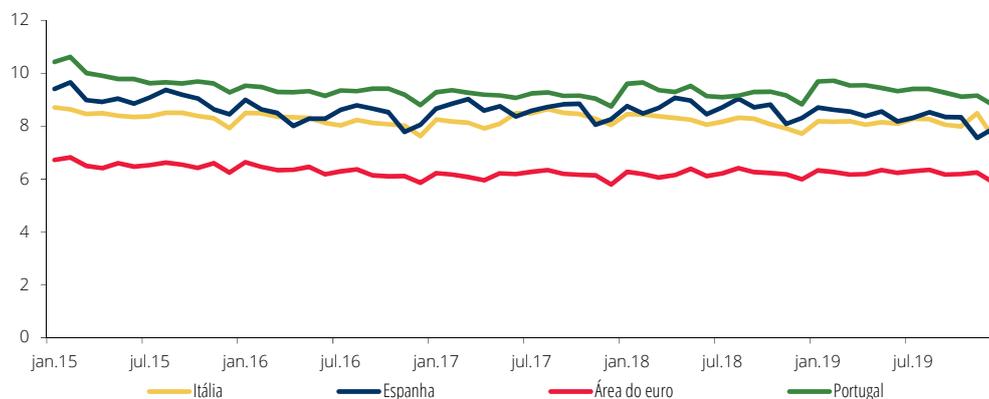
Gráfico I.3.8 • TAEG nos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares para habitação | Em percentagem



Fonte: BCE. | Nota: A TAEG (taxa anual de encargos efetiva global) 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.

No crédito ao consumo, as taxas de juro dos novos empréstimos bancários situaram-se no final de 2019 num nível próximo do registado no final de 2018 (Gráfico I.3.9). O nível destas taxas de juro encontra-se acima da média da área do euro, bem como das taxas cobradas em Espanha e Itália.

Gráfico I.3.9 • TAEG nos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares para consumo | Em percentagem



Fonte: BCE. | Nota: A TAEG (taxa anual de encargos efetiva global) 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.

⋮ A dívida das empresas não financeiras em percentagem do PIB manteve a trajetória de diminuição mas sobretudo por via do crescimento da atividade económica

A dívida (compreendendo empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais) das empresas não financeiras, em percentagem do PIB, manteve o perfil descendente verificado desde o início de 2013, sobretudo por via do aumento do PIB nominal. Em 2019, diminuiu 2,5 pp, atingindo 130% do PIB no final do ano. Este rácio encontra-se em valores muito próximos da mediana da área do euro (128%). O rácio entre a dívida e o ativo (rácio de alavancagem) das empresas portuguesas diminuiu 1,2 pp, atingindo um valor de 57%. Ainda assim, as empresas portuguesas permaneceram significativamente mais alavancadas do que a mediana da área do euro (49%).

O *stock* de crédito total às sociedades não financeiras, que engloba o crédito bancário, o financiamento por outras instituições financeiras residentes e o crédito concedido por outros credores (residentes e não residentes), aumentou ligeiramente em 2019 depois de ter registado reduções nos anos anteriores (Gráfico I.3.10). À semelhança do 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 credores residentes diminuíram a sua importância (Capítulo 8). O aumento do *stock* de crédito concedido por não residentes foi transversal a todos os instrumentos de dívida (empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais).

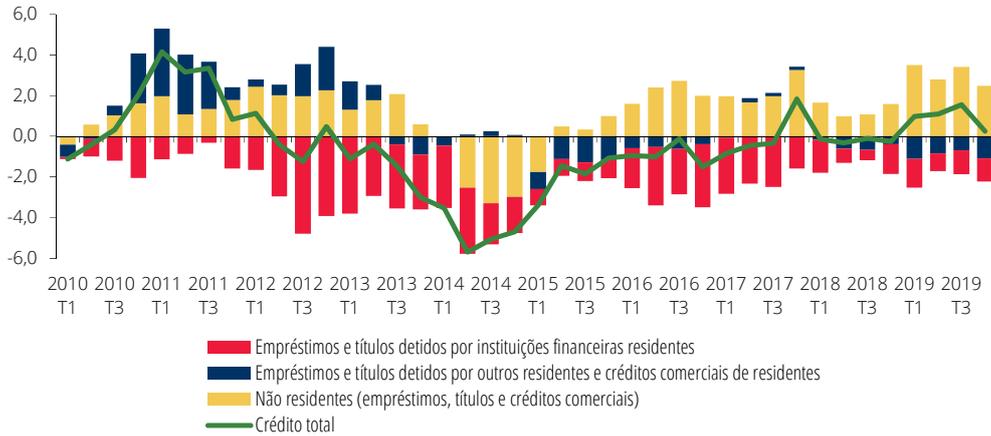
Por setor de atividade, a construção e atividades imobiliárias deram o maior contributo para a taxa de variação homóloga do crédito total às empresas, em contraste com o que se observava desde o início de 2010 (Gráfico I.3.11). O aumento do crédito à construção foi acompanhado por uma aceleração da FBCF em construção (Capítulo 6).

⋮ Em 2019, os empréstimos às empresas desaceleraram

Apesar dos bancos residentes terem continuado a diminuir a exposição às empresas durante o ano de 2019, quando se ajusta do efeito associado a vendas e abatimentos de créditos continuou

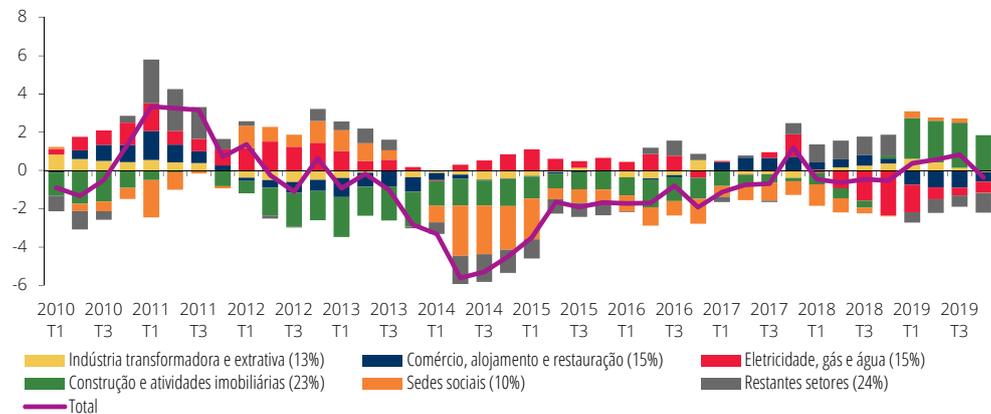
a observar-se um fluxo de transações positivo (Gráfico I.3.12).⁸ Durante 2019, a taxa de variação anual dos empréstimos de bancos residentes às empresas manteve uma tendência de redução, situando-se num valor próximo de zero em dezembro.

Gráfico I.3.10 • Contributos para a taxa de variação homóloga do crédito total a sociedades não financeiras por setor financiador | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: 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.3.11 • Contributos para a taxa de variação homóloga do crédito total a sociedades não financeiras por setor de atividade | Em percentagem e pontos percentuais

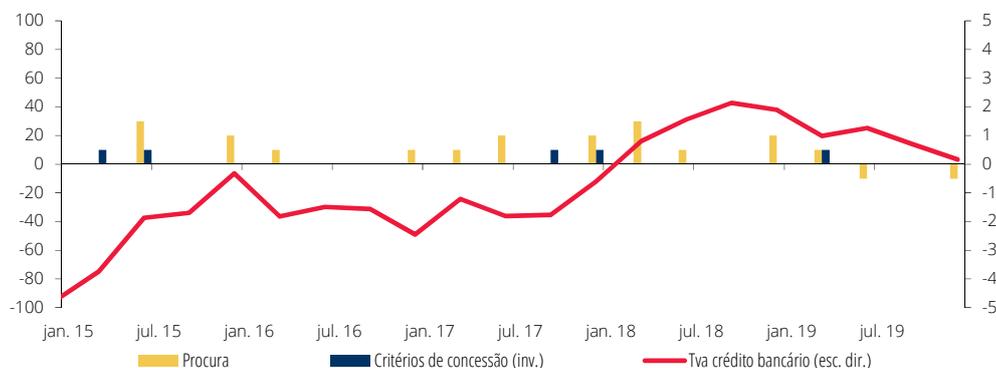


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O agregado de crédito apresentado engloba empréstimos e títulos (exclui todos os créditos comerciais e, como tal, difere do apresentado no gráfico I.3.10). As taxas de variação homólogas são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço. Na legenda, os valores entre parênteses representam o peso do crédito ao setor no total de crédito às sociedades não financeiras em dezembro de 2019.

8. Note-se que a diminuição do *stock* de crédito na carteira das instituições financeiras residentes visível no Gráfico I.3.10 é compatível com a existência de taxas de variação anual do crédito bancário com valores positivos. De facto, a taxa de variação anual pretende medir a variação de *stocks* ajustada de um conjunto de efeitos, como sejam a venda de carteiras de crédito e o abatimento de créditos, enquanto a taxa de variação homóloga é determinada pela variação dos *stocks* de crédito. Estes efeitos justificam a diferença entre estas duas medidas. Assim, e apesar de os bancos residentes terem continuado a diminuir a sua exposição às empresas, à semelhança do que ocorre desde 2010, ao longo de 2019 observou-se um fluxo de transações positivo, quando se ajusta do efeito associado a vendas e abatimentos de créditos.

Segundo o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, a procura de crédito por parte das empresas permaneceu, de um modo geral, praticamente inalterada face ao ano anterior, depois de ter registado alguns sinais de aumento em 2018 (Gráfico I.3.12).

Gráfico I.3.12 • Procura e oferta de crédito por bancos residentes a empresas não financeiras | Índice de difusão e taxa de variação anual em percentagem

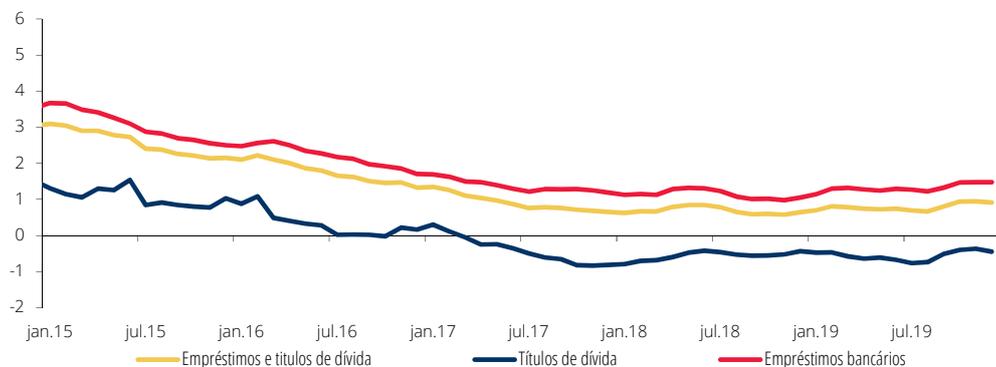


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O índice de difusão é calculado com base no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* e é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de "melhoria" e a soma ponderada da percentagem das respostas de "agravamento". Os ponderadores são definidos 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 melhoria (deterioração) das condições de financiamento nos três meses anteriores. O valor zero corresponde à situação "sem alterações".

As empresas continuaram a financiar-se com custos historicamente reduzidos

O custo de financiamento das empresas não financeiras, avaliado quer em termos nominais quer reais, manteve-se em níveis historicamente baixos (Gráfico I.3.13). O custo de financiamento através de empréstimos, avaliado em termos reais, aumentou ligeiramente dada a redução das expectativas de inflação ao longo de 2019. O custo de financiamento via títulos de dívida manteve-se em valores mínimos.

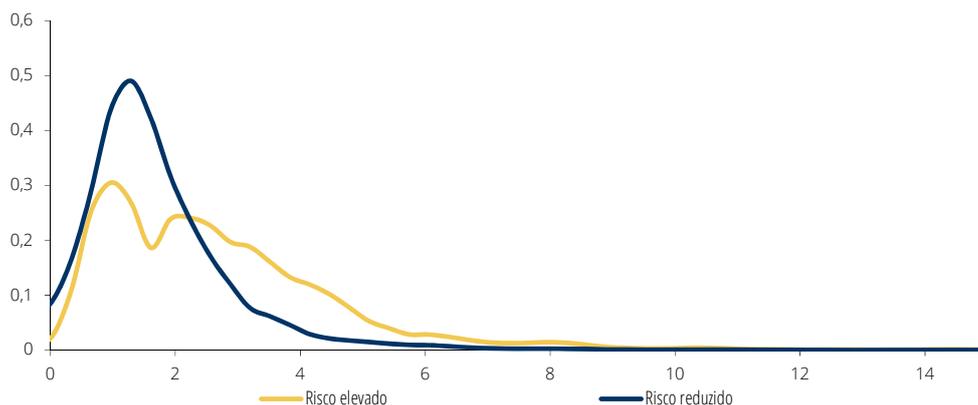
Gráfico I.3.13 • Custo de financiamento das empresas não financeiras (empréstimos e títulos de dívida) em termos reais | Em percentagem



Fontes: Barclays, Consensus Economics, Refinitiv e Banco de Portugal. | Nota: Os custos 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 expectativas de inflação da Consensus Economics para os horizontes compatíveis com o prazo dos diferentes instrumentos.

As taxas de juro nominais dos novos empréstimos bancários a empresas não financeiras diminuíram 30 pontos base em 2019. As taxas de juro médias de novos empréstimos às empresas de risco elevado continuam a ser superiores às observadas nos empréstimos às empresas de risco reduzido, continuando também a apresentar maior dispersão (Gráfico I.3.14).

Gráfico I.3.14 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras privadas por perfil de risco no 4.º trimestre de 2019
| Densidade

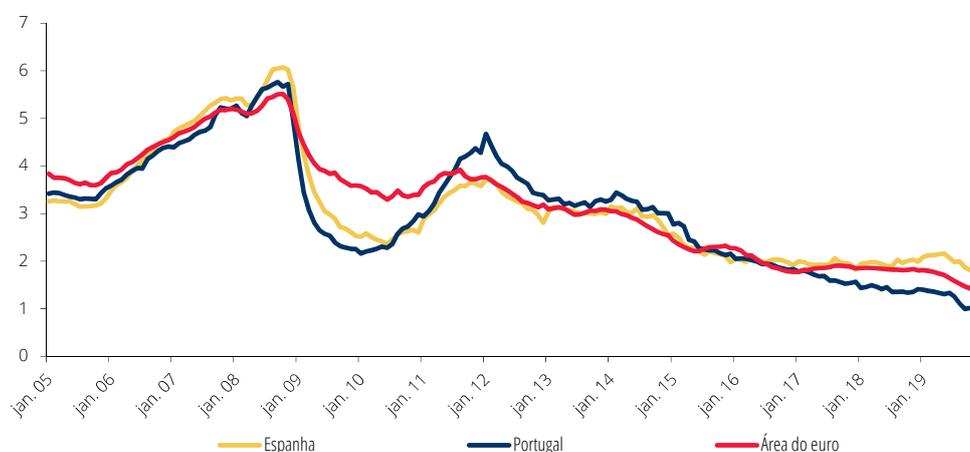


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As taxas de juro são ponderadas pelos respetivos montantes de crédito. A amostra inclui empresas privadas com fins lucrativos. As empresas de risco reduzido (elevado) correspondem a empresas que se situam no primeiro (quarto) quartil da distribuição de risco. O risco 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", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. II, n.º 2, abril.

Caixa 1 • A diminuição recente das taxas de juro nos empréstimos à habitação em Portugal face à área do euro

No final de 2019, a taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) a novos empréstimos bancários para aquisição de habitação em Portugal continuou a ser mais elevada do que no conjunto da área do euro e próxima da verificada em Espanha, apesar da trajetória descendente observada nos últimos anos. Um dos fatores que explicam esta diferença é o nível mais elevado em Portugal dos outros encargos que não juros que, no entanto, se têm mantido relativamente estáveis. Com efeito, excluindo este fator, a taxa de juro dos novos empréstimos à habitação também se tem reduzido, encontrando-se, no final de 2019, num nível inferior ao da maioria dos países da área do euro, incluindo a Espanha (Gráfico C1.1). Esta caixa procura explorar a possibilidade dos diferentes períodos de fixação das taxas de juro serem um motivo adicional para justificar o diferencial destas taxas entre países.

Gráfico C1.1 • Taxas de juro dos novos empréstimos à habitação | Em percentagem



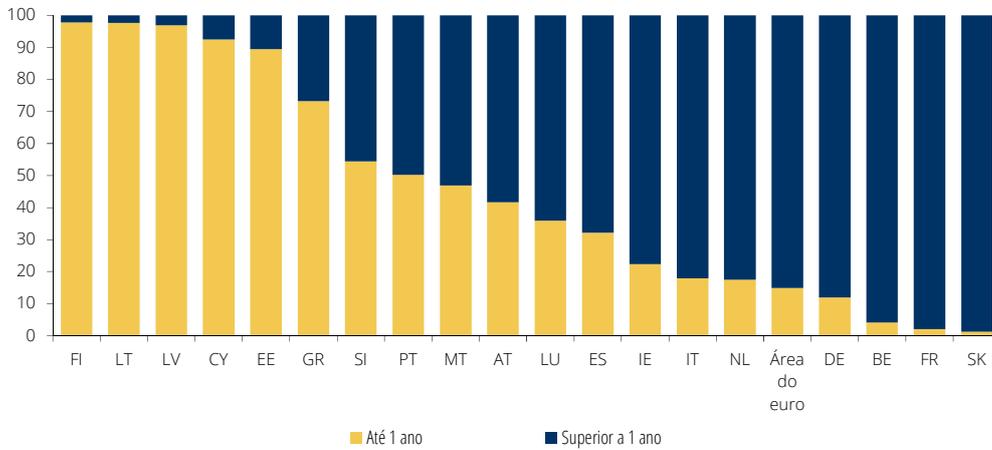
Fonte: *Statistical Data Warehouse* – BCE.

Em Portugal, a percentagem de empréstimos com um período de fixação das taxas de juro inferior a um ano é muito mais elevada do que na média da área do euro.⁹ No final de 2019, esta percentagem era de 50% para Portugal, o que compara com menos de 20%, em média, na área do euro (Gráfico C1.2). Dado o nível excepcionalmente baixo dos indexantes das taxas de juro variáveis, é expectável que as taxas de juro nos empréstimos à habitação em Portugal sejam mais baixas do que no conjunto da área do euro. Com efeito, com exceção de períodos em que se espere uma significativa redução das taxas de juro da política monetária, as taxas de juro com um período de fixação mais longo têm em geral um nível mais elevado do que as taxas com períodos de fixação mais curtos, uma vez que incorporam um prémio de risco para compensar a incerteza assumida pelos bancos.

Relativamente a Espanha, Portugal tem também uma maior preponderância de empréstimos com períodos de fixação de taxa mais curtos, o que poderá ser uma razão para as taxas serem mais baixas em Portugal no momento atual. No entanto, o diferencial negativo registado atualmente entre as taxas portuguesas e as espanholas foi aumentando no passado recente, o que sugere que as taxas de juro portuguesas se situam atualmente num nível mais reduzido, mesmo para iguais períodos de fixação da taxa.

9. Habitualmente consideram-se os empréstimos com período de fixação de taxa inferior a um ano como empréstimos a taxa variável.

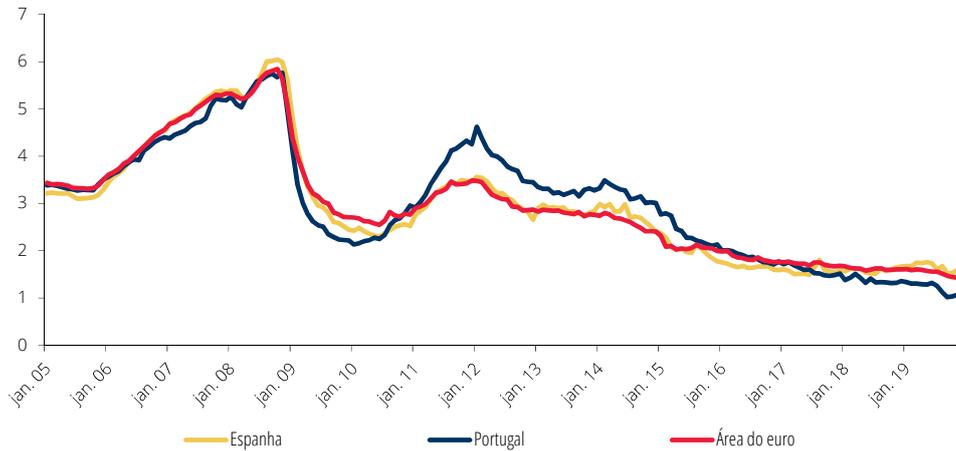
Gráfico C1.2 • Repartição dos novos empréstimos à habitação por prazo de fixação da taxa, em dezembro de 2019 | Em percentagem



Fonte: *Statistical Data Warehouse* – BCE. | Nota: A correspondência países-síglas é a seguinte: Alemanha (DE), Áustria (AT), Bélgica (BE), Chipre (CY), Eslováquia (SK), Eslovénia (SI), Espanha (ES), Estónia (EE), Finlândia (FI), França (FR), Grécia (GR), Países Baixos (NL), Irlanda (IE), Itália (IT), Letónia (LV), Lituânia (LT), Luxemburgo (LU), Malta (MT) e Portugal (PT).

O Gráfico C1.3 permite validar esta hipótese, comparando as taxas de juro dos novos empréstimos à habitação com um período de fixação da taxa até um ano, em Portugal e Espanha. Observa-se que estas taxas estiveram relativamente próximas entre meados de 2015 e final de 2017 e que se distanciaram progressivamente nos últimos anos.

Gráfico C1.3 • Taxas de juro nos novos empréstimos à habitação em empréstimos com prazo de fixação da taxa até 1 ano | Em percentagem



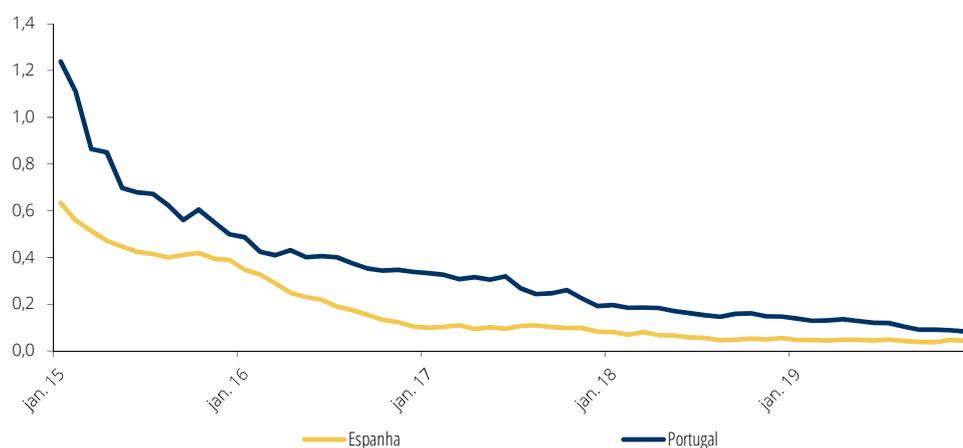
Fonte: *Statistical Data Warehouse* – BCE.

Uma possível explicação para este comportamento poderá estar relacionada com a tese apresentada em Bonfim et al. (2020).¹⁰ Estes autores demonstram a importância do canal dos

10. Christian Bittner, Diana Bonfim, Florian Heider, Farzad Saidi, Glenn Schepens e Carla Soares (2020), Why so negative? "The effect of monetary policy on bank credit supply across the euro area", *mimeo*.

depósitos na transmissão da política monetária em diferentes países da área do euro. Quando as taxas de juro de política monetária são negativas, a existência de um limite de zero nas taxas dos depósitos dificulta a transmissão da política monetária. Os bancos financiados por depósitos que estejam mais próximos desse limite têm menor capacidade de descer as taxas nos depósitos em resposta às decisões de política, o que pode dificultar eventuais decisões de descida das taxas de juro do crédito por forma a não comprometer as margens comerciais. O Gráfico C1.4 compara as taxas de juro nos depósitos de particulares, em Portugal e Espanha. No gráfico, pode ver-se que em Espanha as taxas de juro dos depósitos se aproximaram de zero em 2017, altura em que as taxas de juro nos empréstimos à habitação em Portugal e Espanha começaram a divergir (Gráfico C1.3). Nesse período, as taxas de juro dos depósitos em Portugal ainda eram superiores a zero, o que poderá ter permitido aos bancos continuarem a diminuir a taxa de juro dos empréstimos à habitação no contexto de uma orientação acomodatória da política monetária na área do euro.

Gráfico C1.4 • Taxas de juros dos novos depósitos a prazo de particulares | Em percentagem



Fonte: *Statistical Data Warehouse* – BCE.

Em suma, as taxas portuguesas nos novos empréstimos à habitação têm vindo a reduzir-se nos últimos anos para níveis inferiores à maioria dos países da área do euro, quando excluídos os outros encargos que não juros. Este fenómeno poderá, em parte, ser explicado pela maior preponderância de empréstimos com taxas de juro com períodos de fixação curtos em Portugal. No entanto, mesmo para o período de fixação dominante em Portugal (menor do que 1 ano), as taxas de juro situam-se em níveis mais reduzidos em Portugal do que noutras jurisdições com um elevado peso dos empréstimos com este período de fixação, o que ocorre também face a Espanha. Outra explicação poderá consistir no facto de em Portugal ter existido uma maior transmissão da política monetária às taxas de juro do crédito, devido às taxas de juro dos depósitos se situarem mais longe do limite inferior de zero. Adicionalmente, outros fatores não explorados nesta caixa poderão desempenhar um papel relevante na descida das taxas portuguesas, como por exemplo a concorrência e o papel das comissões bancárias no mercado de crédito bancário à habitação.

4 Finanças públicas

Em 2019, verificou-se uma melhoria do saldo das administrações públicas para uma situação de excedente, com uma orientação neutra da política orçamental

Em 2019, as administrações públicas registaram um saldo orçamental de 0,2% do PIB, o que corresponde ao primeiro excedente das últimas décadas (Quadro I.4.1). Este resultado reflete uma execução mais favorável do que a estimativa oficial publicada pelo Ministério das Finanças (-0,1% no Orçamento do Estado para 2020)¹¹ e compara com um défice de 0,6% do PIB no conjunto da área do euro, embora as situações orçamentais nos vários países sejam muito diferenciadas.

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, este resultado corresponde a um saldo estrutural¹², ajustado do ciclo económico e corrigido do impacto total de medidas temporárias¹³, relativamente próximo do objetivo de médio prazo, correspondente a um excedente estrutural de 0,25% do PIB em 2019 e a um saldo estrutural equilibrado em 2020. De notar, no entanto, que para a avaliação do cumprimento dos compromissos europeus, a metodologia de apuramento do saldo estrutural relevante é a utilizada pela Comissão Europeia.

Face ao ano anterior, o saldo orçamental registou uma melhoria de 0,6 pp do PIB. Parte deste resultado foi determinado pela diminuição dos encargos com o serviço da dívida (0,4 pp do PIB), tendo o excedente primário apresentado um aumento de 0,3 pp. A atividade económica continuou a contribuir para a melhoria dos desenvolvimentos orçamentais, dado o crescimento do PIB acima do produto potencial (Capítulo 5), traduzindo-se num aumento em 0,3 pp da componente cíclica do saldo. Corrigindo este impacto e a variação praticamente neutra do efeito das medidas temporárias¹⁴, obtém-se uma estabilização do saldo estrutural primário, apontando para uma orientação essencialmente neutra da política orçamental, à semelhança do verificado nos últimos anos. Esta evolução tem subjacente uma estabilização quer da receita total estrutural, quer da despesa primária estrutural em rácio do PIB potencial. No conjunto da área do euro, a política orçamental assumiu uma natureza ligeiramente expansionista em 2019 (0,3 pp do PIB potencial, de acordo com as Previsões Económicas do outono da Comissão Europeia).

11. O Orçamento do Estado para 2019 incluía uma estimativa inicial de -0,2% do PIB e as previsões da Comissão Europeia, publicadas no outono passado, apontavam para um défice de 0,1% do PIB.

12. Os valores estruturais apresentados neste capítulo 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* do Banco de Portugal, vol. V, n.º 2 de 2019.

13. A classificação de medidas temporárias decorre das regras do Sistema Europeu de Bancos Centrais. Em 2019, consideram-se as seguintes operações: o registo da injeção de capital do Fundo de Resolução no Novo Banco, o pagamento de uma indemnização na sequência de uma decisão judicial relativa a um contrato de concessão e um montante referente a uma venda de terrenos pela administração local, com impactos na despesa de capital (0,52 pp do PIB); e a afetar a receita de capital, o registo da recuperação parcial da garantia concedida ao BPP (0,02 pp). No seu conjunto, as medidas temporárias tiveram um impacto no sentido da deterioração do saldo orçamental que ascende a 0,5% do PIB.

14. A magnitude das medidas temporárias em 2018 ascendeu, à semelhança de 2019, a -0,5% do PIB. Para uma descrição detalhada das operações consideradas ver o Capítulo 4 do *Boletim Económico* de maio de 2019.

Quadro I.4.1 • Principais indicadores orçamentais

	2015	2016	2017	2018	2019	Varição 2019-18
Saldo total	-4,4	-1,9	-3,0	-0,4	0,2	0,6
Despesa em juros	4,6	4,1	3,8	3,4	3,0	-0,4
Saldo primário	0,1	2,2	0,8	2,9	3,2	0,3
Indicadores estruturais (em percentagem do PIB potencial) ^(a)						
Saldo estrutural	-1,4	-1,1	-0,8	-0,4	-0,1	0,4
Saldo primário estrutural	3,0	2,9	2,9	3,0	3,0	0,0
Receita estrutural	43,8	42,5	42,4	42,9	42,9	0,0
Despesa primária estrutural	40,7	39,5	39,5	39,9	39,9	0,0
Dívida pública	131,2	131,5	126,1	122,0	117,7	-4,3
Varição da dívida pública (em pp)	-1,8	0,3	-5,4	-4,1	-4,3	
(-) Saldo primário	-0,1	-2,2	-0,8	-2,9	-3,2	
Diferencial entre efeitos dos juros e do crescimento do PIB	-0,3	-0,6	-2,6	-1,8	-1,6	
Ajustamentos défice-dívida	-1,3	3,2	-2,0	0,6	0,5	
<i>Por memória:</i>						
Medidas temporárias ^(a)	-1,4	0,4	-2,0	-0,5	-0,5	0,0

Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (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).

⋮ O rácio da receita estrutural no PIB potencial manteve-se constante, não obstante o crescimento acentuado das contribuições sociais

Em termos efetivos, a receita total das administrações públicas registou um crescimento de 3,8% em 2019, que se traduziu na manutenção do peso da receita estrutural no PIB potencial (Gráfico I.4.1). Esta evolução refletiu o comportamento da coleta de contribuições sociais e, em menor medida, o aumento da outra receita, que compensaram a redução do peso da receita fiscal no PIB potencial. O decréscimo da receita fiscal estrutural em rácio do PIB potencial foi comum aos principais impostos, com exceção do IVA. A Caixa 2 “Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva” deste boletim descreve, com maior detalhe, os desenvolvimentos relativos à receita estrutural de impostos e contribuições sociais em 2019.

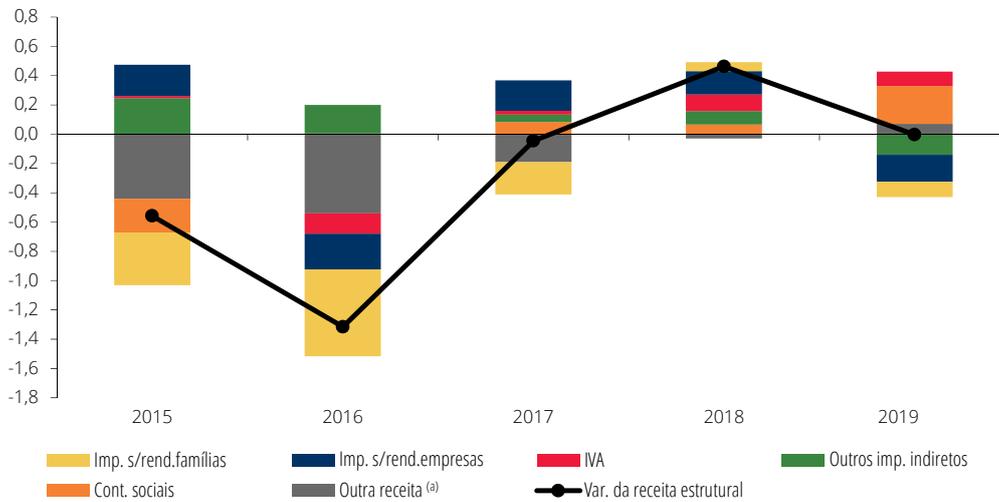
No que se refere à outra receita (não fiscal e não contributiva) corrigida de medidas temporárias, verificou-se um aumento de 0,1 pp em rácio do PIB potencial, que reflete o aumento da outra receita corrente, explicado, em grande parte, pelo crescimento dos dividendos distribuídos quer pelo Banco de Portugal, quer pela Caixa Geral de Depósitos. Quanto às receitas de capital excluindo medidas temporárias, verificou-se uma estabilização do seu peso 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.

⋮ A despesa primária estrutural também estabilizou em rácio do PIB potencial

Em 2019, a despesa primária apresentou um aumento de 3,1%, que excluindo o impacto de medidas temporárias e o efeito do ciclo económico¹⁵ corresponde a uma estabilização do peso desta rubrica no PIB potencial (Gráfico I.4.2). Este resultado decorreu, em larga medida, da redução do consumo intermédio que compensou os aumentos contidos em várias das outras componentes.

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

Gráfico I.4.1 • Contributos para a variação estrutural da receita | Em pontos percentuais do PIB potencial



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

No que respeita ao consumo intermédio, observou-se uma redução de 0,7% em 2019 que, excluindo a despesa relacionada com os incêndios de 2017 (classificada como medida temporária em 2018), corresponde a uma quase estabilização desta rubrica em nível e a uma redução do rácio no PIB potencial em 0,2 pp. Esta evolução mantém-se excluindo o efeito da diminuição de encargos com parcerias público-privadas do setor rodoviário e dos custos associados aos serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (SIFIM).

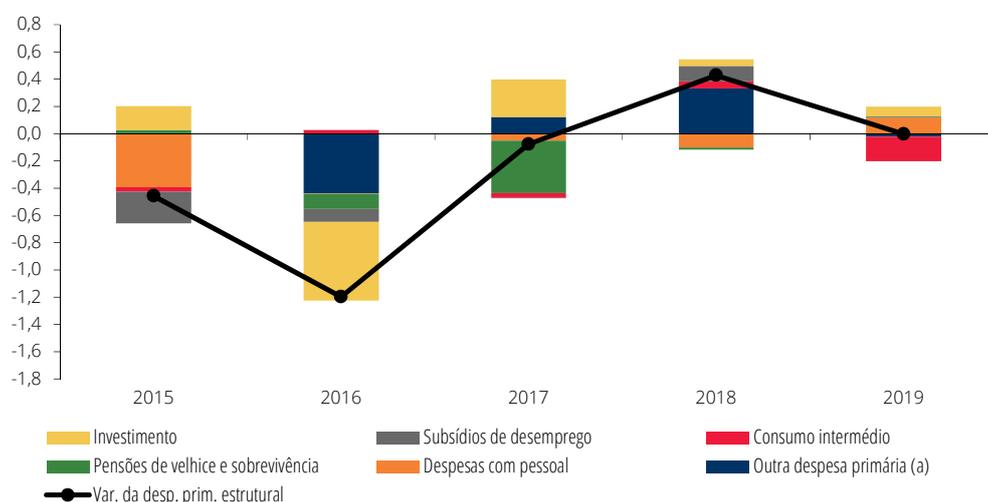
As despesas com pessoal apresentaram uma variação de 4,4%, que resultou num aumento de 0,1 pp no rácio desta rubrica no PIB potencial. Em particular, os vencimentos cresceram 5,1%, refletindo o efeito do descongelamento faseado de carreiras e o aumento do número de funcionários públicos. O crescimento menos expressivo das despesas com pessoal face aos vencimentos decorreu, em parte, da diminuição do número de subscritores inscritos na Caixa Geral de Aposentações (CGA) na sequência do encerramento deste subsistema em janeiro de 2006 a novos subscritores.

Os encargos com pensões de velhice e sobrevivência cresceram 3,3% em 2019, em resultado da subida da pensão média, muito influenciada pela aplicação das regras definidas para a atualização das pensões e pelos aumentos extraordinários das pensões mais baixas. Por seu turno, verificou-se uma quase estabilização do número de pensionistas, quer no regime geral, quer na CGA. Esta evolução refletiu-se numa estabilização do peso desta rubrica no PIB potencial. Em contrapartida, os encargos com o pagamento de subsídios de desemprego diminuíram 3,7% em 2019, em resultado da redução do número de desempregados. Ajustando pela evolução da componente cíclica, verifica-se uma estabilização do peso deste agregado no PIB potencial.

O investimento público registou em 2019 um aumento de 4,9% em termos nominais, permanecendo o peso desta rubrica constante no PIB e abaixo do registado em 2015. Corrigindo o efeito de medidas temporárias, verificou-se um aumento superior (7,5%), embora menos expressivo do que nos últimos dois anos, correspondendo a um aumento de 0,1 pp no PIB potencial.

As restantes componentes da despesa primária mantiveram, no seu conjunto, o peso no PIB potencial, em resultado da redução da outra despesa de capital que compensou o aumento verificado nas outras rubricas (subsídios, outras prestações em dinheiro e em espécie e outras despesas correntes). Com efeito, a outra despesa de capital diminuiu 37%, excluindo o impacto das medidas temporárias anteriormente especificadas (14,9% em termos efetivos), o que corresponde a -0,3 pp do PIB potencial. Parte desta redução reflete o impacto 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, com um impacto mais expressivo em 2018.¹⁶ Por seu turno, importa também destacar o aumento significativo das prestações em espécie (9%) que, para além do aumento registado na despesa em saúde, está muito influenciado pelo programa de apoio à redução tarifária nos transportes e pela medida de alargamento da distribuição gratuita de manuais escolares.

Gráfico I.4.2 • Contributos para a variação estrutural da despesa primária | Em pontos percentuais do PIB potencial



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: (a) A outra despesa primária inclui as prestações sociais excluindo as pensões de velhice e sobrevivência e os subsídios de desemprego, os subsídios e as outras despesas correntes e de capital.

... O rácio da dívida pública manteve a trajetória descendente, em resultado do elevado excedente primário e do crescimento nominal da atividade económica acima da taxa de juro implícita da dívida

Em 2019, Portugal continuou a beneficiar de condições de financiamento favoráveis nos mercados de dívida soberana, num contexto de redução generalizada das taxas de juro e de estreitamento do diferencial face à dívida alemã (Capítulo 2). A taxa média dos leilões de emissão de Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos manteve a tendência decrescente observada nos últimos anos, situando-se em 0,8%, menos 1,1 pp do que em 2018. Quanto às emissões de curto prazo, a taxa de

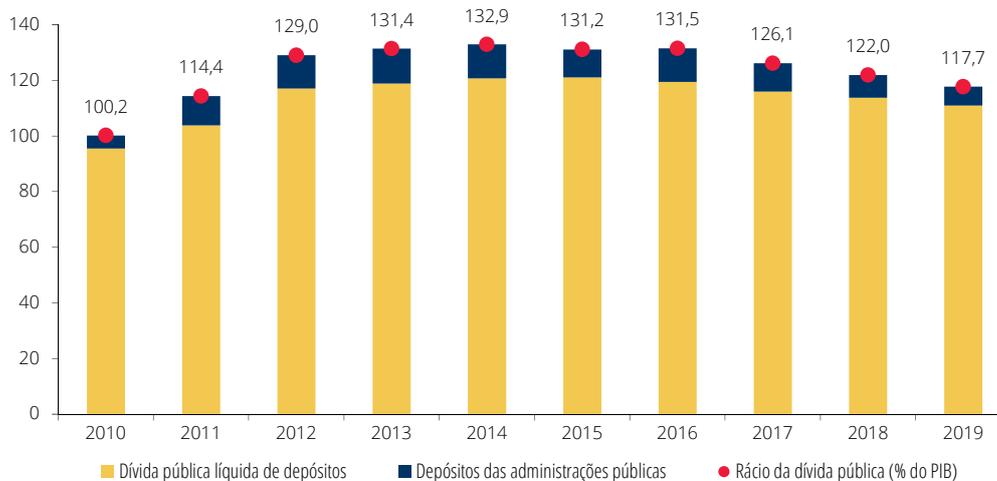
16. De destacar, pela sua magnitude, os montantes referentes à compensação dos lesados do Grupo Espírito Santo e à transferência de parte da receita arrecadada com a contribuição extraordinária do setor energético com vista à redução do défice tarifário.

juro média dos leilões de Bilhetes do Tesouro continuou negativa, diminuindo de -0,3% em 2018 para -0,4% em 2019.

Estes desenvolvimentos repercutiram-se numa redução significativa dos encargos com os juros da dívida pública em 2019 (-7,5%), que resultou numa nova diminuição do peso desta rubrica no PIB. Em termos acumulados, este decréscimo ascendeu a 1,9 pp do PIB nos últimos 5 anos. Em particular, a taxa de juro implícita da dívida¹⁷ registou uma redução pelo oitavo ano consecutivo, atingindo 2,7% em 2019. Esta evolução tem beneficiado das amortizações antecipadas dos empréstimos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, tendo ocorrido em 2019 um pagamento à Facilidade Europeia de Estabilização Financeira (FEEF).

No final de 2019, a dívida das administrações públicas situou-se em 117,7% do PIB, menos 4,3 pp do que no final do ano anterior (Gráfico I.4.3). Este valor compara com 84,1% do PIB no conjunto da área do euro, tendo a magnitude da diminuição face ao ano anterior sido significativamente inferior à registada em Portugal. Excluindo os depósitos das administrações públicas, o rácio da dívida em Portugal apresentou uma redução menos expressiva (2,9 pp do PIB), atingindo 110,9% do PIB. Importa notar que, apesar da desacumulação de depósitos observada nos últimos anos, o respetivo peso no *stock* da dívida mantém-se num nível superior ao verificado no período anterior à crise da dívida soberana.

Gráfico I.4.3 • Rácio da dívida pública | Em percentagem do PIB



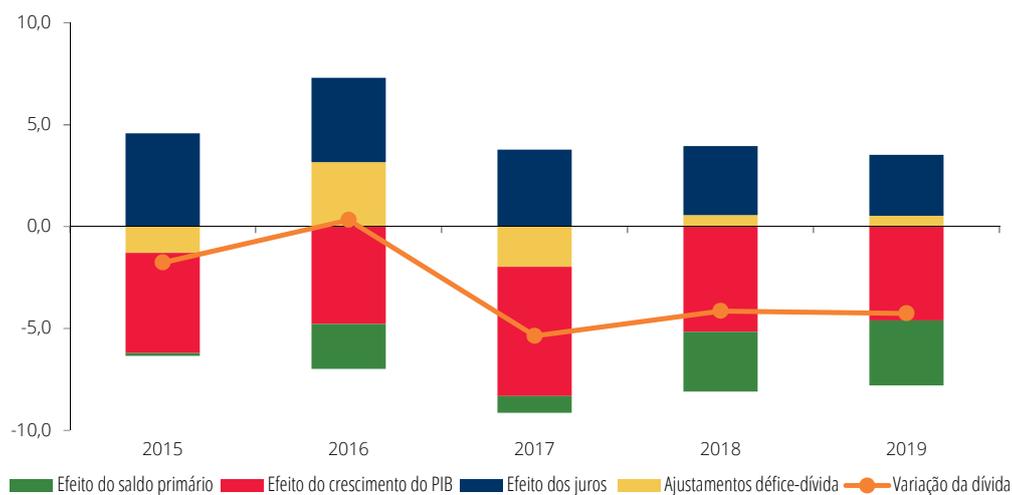
Fontes: Banco de Portugal e INE.

No que respeita à diminuição do rácio da dívida, o principal contributo resultou do saldo primário das administrações públicas, que ascendeu a 3,2% em 2019 (Gráfico I.4.4). Adicionalmente, a taxa de juro implícita da dívida permaneceu abaixo da taxa de crescimento do PIB nominal, contribuindo para a redução do rácio da dívida pública no PIB. Em sentido contrário, os ajustamentos défice-dívida tiveram um impacto moderado no sentido do aumento deste rácio (em 0,5 pp do PIB). Estes ajustamentos são explicados por uma acumulação de ativos financeiros, uma vez que se verificaram

17. 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.

aumentos significativos de títulos de dívida e de ações e outras participações detidos pelas administrações públicas, que mais do que compensaram a redução do *stock* de depósitos. No mesmo sentido, destacam-se ainda os ajustamentos relacionados com desfasamentos temporais entre o registo em caixa e em contabilidade nacional, incluindo a diferença entre juros pagos e corridos e as despesas com pensões associadas às transferências de fundos de pensões realizadas no passado. Finalmente, em sentido oposto, destaca-se o efeito das mais-valias associadas à emissão de títulos de dívida acima do par.

Gráfico I.4.4 • Contributos para a variação do rácio da dívida pública | Em pontos percentuais do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE.

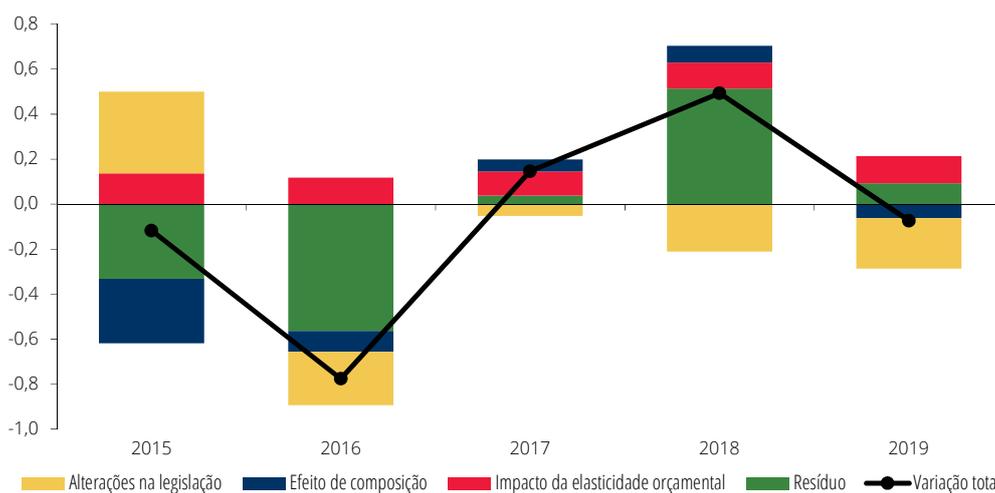
Caixa 2 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva

O objetivo desta caixa é apresentar uma análise detalhada da evolução da receita dos principais impostos e contribuições sociais em termos estruturais, ou seja, eliminando o efeito de fatores transitórios associados às flutuações do ciclo económico e a medidas temporárias. O referencial teórico utilizado para esta análise é 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.

Esta metodologia, apresentada em Braz et al. (2019)¹⁸, baseia-se numa abordagem agregada na qual a componente cíclica é obtida multiplicando o hiato do produto por uma semi-elasticidade orçamental. Não obstante esta natureza agregada da metodologia de ajustamento cíclico, é possível decompor o contributo de diferentes fatores para a variação estrutural 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 expetável 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.

Em 2019, a receita de impostos e contribuições sociais cresceu 3,8%. Em termos estruturais, estima-se que este agregado se tenha situado em 36,8% do PIB potencial, diminuindo 0,1 pp face ao ano anterior (Gráfico C2.1). Esta evolução é essencialmente explicada pelo impacto de medidas permanentes de política fiscal, que ascende a -0,2 pp do PIB potencial. Por seu turno, o impacto da elasticidade orçamental e os fatores não individualizados na metodologia do SEBC e que, como tal, são captados pela componente residual, assumem ambos valores positivos pouco expressivos. No caso da componente residual, o valor pouco expressivo resulta da quase compensação de efeitos com sinais contrários.

Gráfico C2.1 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais
| Em pontos percentuais do PIB potencial

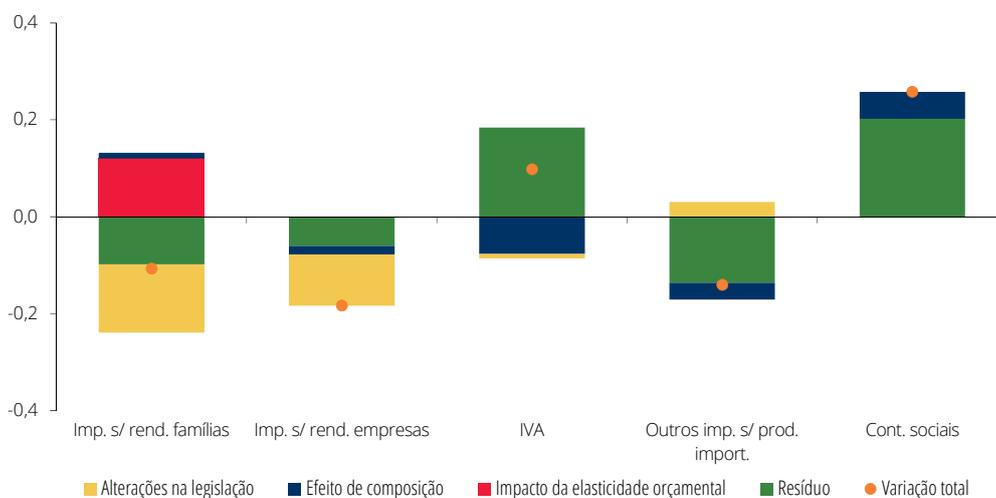


Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

18. 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 do Banco de Portugal*, vol. V, n.º 2.

Em termos de rubricas, destaca-se o aumento das contribuições sociais, que ascendeu a 0,3 pp em rácio do PIB potencial (Gráfico C2.2). Esta evolução explica-se essencialmente pela componente residual que capta os efeitos não individualizados na metodologia. Em particular, destacam-se como fatores explicativos eventuais ganhos de eficácia na cobrança das contribuições, cuja quantificação é difícil, bem como o impacto do programa de regularização dos vínculos precários na administração pública e das alterações ao regime dos trabalhadores independentes.¹⁹ Finalmente, embora pouco expressivo, o efeito de composição associado ao crescimento do emprego no total da economia também foi positivo.

Gráfico C2.2 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais em 2019 | Em pontos percentuais do PIB potencial



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

A receita estrutural de impostos sobre a produção e a importação manteve o seu peso constante no PIB potencial, em resultado de um contributo positivo da coleta do IVA que compensou a diminuição do peso dos outros impostos indiretos. Com efeito, a receita estrutural do IVA aumentou 0,1 pp do PIB potencial. Esta evolução decorre de uma componente residual positiva que deverá refletir o efeito-base associado à alteração da tributação das importações extracomunitárias em 2018 e o dinamismo do setor do turismo que não é tido em conta nas bases macroeconómicas consideradas na metodologia. Em sentido contrário, o consumo privado registou em 2019 um crescimento inferior ao que decorreria das suas sensibilidades médias face às oscilações do hiato do produto, captado pelo efeito de composição ligeiramente negativo. No que se refere aos restantes impostos sobre a produção e a importação, a receita estrutural reduziu-se em 0,1 pp do PIB potencial. Este resultado decorre da evolução de vários impostos, destacando-se a diminuição quer do peso da receita do imposto municipal sobre imóveis (IMI) no PIB potencial, em resultado da descida da taxa aplicada num número considerável de municípios, quer da receita do imposto

19. Note-se que a diminuição dos subscritores da CGA, em virtude do encerramento do subsistema a novos subscritores, deverá ter um impacto reduzido sobre a receita total de contribuições sociais, implicando principalmente uma recomposição entre contribuições efetivas e imputadas.

sobre veículos (ISV). No que respeita ao ISV, esta evolução é consistente com a queda observada na compra de automóveis ligeiros (Capítulo 6).

A receita estrutural de impostos sobre o rendimento e património diminuiu 0,3 pp em rácio do PIB potencial refletindo a redução da coleta de impostos sobre as empresas e, numa menor medida, sobre as famílias. No caso dos impostos sobre as empresas, a receita estrutural diminuiu o seu peso no PIB potencial em 0,2 pp. Esta evolução decorreu de um conjunto de alterações legislativas e de uma componente residual negativa. Destacam-se quer o efeito-base associado à alteração do regime de avaliação de ativos que esteve em vigor entre 2016-2018, quer a eliminação do pagamento especial por conta. A componente residual poderá refletir, em parte, o aumento em rácio do PIB potencial dos reembolsos de IRC (excluindo a conversão de ativos por impostos diferidos em 2018 e 2019²⁰).

A receita de impostos sobre o rendimento das famílias apresentou também uma diminuição de 0,1 pp em termos estruturais, consistente com 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 das alterações introduzidas nos escalões deste imposto no Orçamento do Estado para 2018). No mesmo sentido, destaca-se o aumento dos reembolsos líquidos de pagamentos adicionais relacionados com os rendimentos auferidos em 2018, captado pela componente residual negativa. Esta perda de receita é atenuada pelo impacto da elasticidade orçamental, que assume no seu cálculo a não atualização das tabelas do imposto.

20. 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.

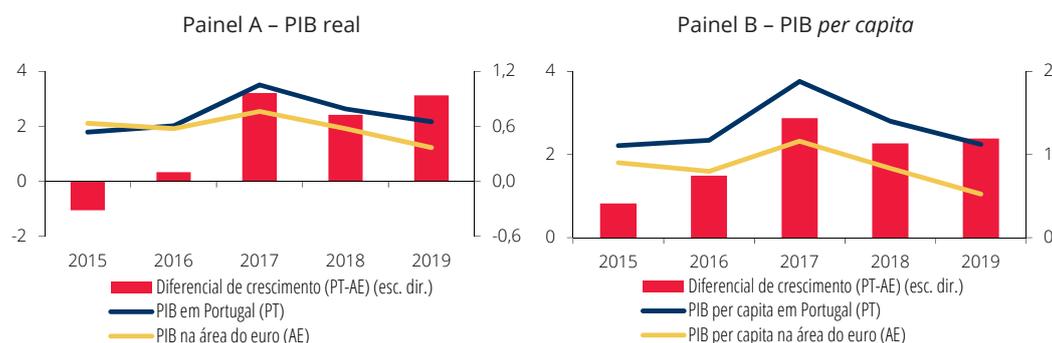
5 Oferta

A atividade económica em Portugal desacelerou em 2019 mas o crescimento do PIB e do PIB *per capita* continuou a ser superior ao da área do euro

Em 2019, o PIB cresceu 2,2%, o que representa uma desaceleração de 0,4 pp face a 2018 (Gráfico I.5.1, painel A). Esta desaceleração foi menos acentuada do que a observada no conjunto de países da área do euro, em que o PIB desacelerou de 1,9% para 1,2%. Deste modo, verificou-se um aumento do diferencial positivo de crescimento em Portugal face à área do euro, para 1,0 pp.

A mesma evolução ocorreu no PIB *per capita* (Gráfico I.5.1, painel B). O facto de o diferencial de crescimento do PIB *per capita* ser positivo desde 2013 tem permitido uma trajetória ascendente no rácio entre o PIB *per capita* português e o da área do euro, situando-se em 58,4% em 2019. Ainda assim, este rácio encontrava-se em 2019 ao mesmo nível verificado em 1996. A manutenção do processo de convergência da economia portuguesa permanece um desafio complexo que se torna mais premente perante os desafios demográficos presentes.²¹

Gráfico I.5.1 • PIB em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual em percentagem e diferencial em pontos percentuais



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

O crescimento do PIB continuou a exceder o do produto potencial

A posição cíclica da economia portuguesa continuou favorável em 2019, dado que o crescimento do PIB superou o do produto potencial.²² Assim, a diferença entre o nível em termos reais do PIB observado e do produto potencial (designado como hiato do produto) alargou-se, assumindo valores positivos desde 2018 (Gráfico I.5.2).

21. O Tema em destaque do *Boletim Económico* de outubro de 2019 analisa a convergência real na União Europeia e o desempenho relativo da economia portuguesa entre 1960 e 2018. Esta análise mostra que o PIB *per capita* em Portugal não se tem aproximado dos níveis observados na média da União Europeia nos últimos 25 anos, o que contrasta com os progressos significativos na convergência real da economia portuguesa observados no período 1960-1995.

22. Estimativas do Banco de Portugal obtidas de acordo com a função de produção Cobb-Douglas. De notar que o cálculo do PIB potencial envolve geralmente um elevado grau de incerteza que, no atual contexto, é ampliado pela complexidade associada à crise pandémica. Para mais detalhes sobre a metodologia e a habitual incerteza inerente às estimativas, ver Braz, Campos e Sazedj (2019), "A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. V, n.º 2 e Tema em destaque "Produto potencial: desafios e incertezas" do *Boletim Económico* de dezembro de 2017.

Gráfico I.5.2 • PIB, PIB potencial e hiato do produto | Milhões de euros a preços constantes de 2016 e percentagem do PIB potencial



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

• A desaceleração do VAB real esteve essencialmente concentrada na indústria

Em 2019, o valor acrescentado bruto (VAB) registou um crescimento de 2,0%, o que representa uma desaceleração de 0,3 pp relativamente a 2018 (Quadro I.5.1). À semelhança do verificado desde 2014, o crescimento do VAB em termos homólogos foi inferior ao do PIB (2,2%).²³ Na área do euro, o VAB registou um crescimento de 1,2% em 2019, menos 0,7 pp do que em 2018.

Quadro I.5.1 • VAB por setor de atividade | Taxa de variação homóloga, em percentagem, salvo indicação em contrário

	% do VAB em 2019	2017	2018	2019	2018		2019	
					S1	S2	S1	S2
VAB	100,0	3,3	2,3	2,0	2,9	1,7	1,9	2,0
Agricultura, silvicultura e pescas	2,4	2,0	-0,7	3,7	-0,9	-0,5	3,2	4,3
Indústria	13,8	5,9	1,6	-0,8	3,4	-0,1	-0,8	-0,7
Energia, água e saneamento	3,5	-3,6	6,2	-0,6	6,3	6,1	-1,0	-0,2
Construção	4,5	5,3	4,2	7,1	3,7	4,8	8,7	5,6
Serviços	75,8	3,1	2,2	2,3	2,7	1,8	2,2	2,4
Comércio, reparação, alojamento e restauração	19,9	2,7	4,0	3,0	4,0	4,1	3,2	2,8
Transportes, armazenagem, atividades de informação e comunicação	8,5	5,6	2,0	4,1	2,7	1,3	3,8	4,4
Atividades financeiras e imobiliárias	17,6	1,7	0,5	2,0	0,7	0,4	1,9	2,1
Outras atividades de serviços (inclui administração pública, educação e saúde)	29,8	3,4	2,1	1,5	2,9	1,3	1,2	1,7
<i>Por memória:</i>								
Área do euro	-	2,7	1,9	1,2	2,5	1,4	1,3	1,1

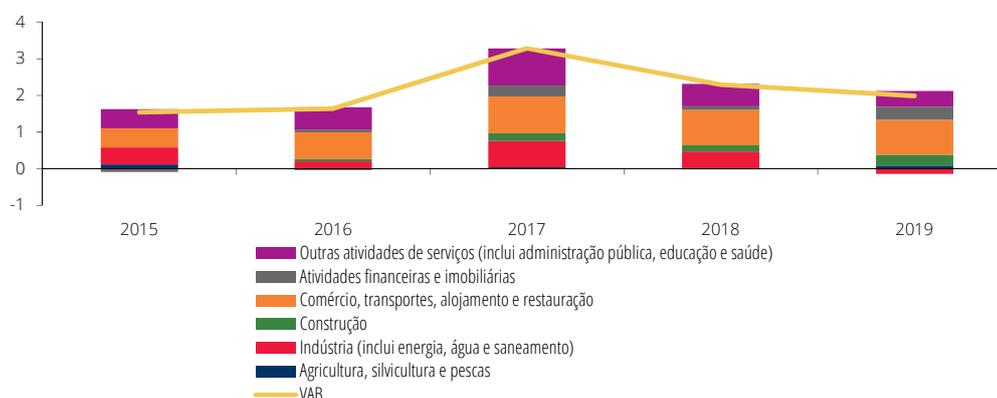
Fontes: INE – Contas Nacionais e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

23. A diferença entre o crescimento do VAB e do PIB reflete a existência de discrepâncias estatísticas nos dois apuramentos e a evolução dos impostos líquidos de subsídios sobre os produtos, que cresceram 3,3% em termos homólogos em 2019.

O crescimento do VAB em 2019 reflete essencialmente o contributo dos serviços (1,7 pp) e, em menor grau, da construção (0,3 pp). Nos serviços, destaca-se a manutenção do elevado crescimento da atividade nos setores do comércio, transportes, alojamento e restauração, em linha com o crescimento do turismo em Portugal (Gráfico I.5.3). Por oposição, a desaceleração do VAB que se tem vindo a verificar desde 2017 reflete o menor dinamismo da atividade no setor da indústria. Em 2019, o VAB da indústria foi o que mais contribuiu para a desaceleração do VAB total, passando de uma taxa de variação anual de 1,6% em 2018 para -0,8% em 2019 (Quadro I.5.1 e Gráfico I.5.3).

Esta dualidade entre o setor da indústria e dos serviços encontra-se igualmente patente na deterioração da confiança na indústria, num contexto em que o indicador de confiança dos serviços permanece em níveis elevados, apesar de exibir alguns sinais de abrandamento. Este comportamento diferenciado entre os dois setores não é específico à economia portuguesa, sendo particularmente evidente na área do euro (Caixa 3 “A dualidade indústria-serviços: Portugal no contexto das economias avançadas” deste boletim).

Gráfico I.5.3 • Contributos setoriais para a taxa de variação anual do VAB | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE – Contas Nacionais (cálculos do Banco de Portugal).

∴ A produtividade aparente do trabalho aumentou significativamente

De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, em 2019 o emprego manteve a desaceleração iniciada em 2018, registando um crescimento de 1,0% em termos homólogos (menos 1,3 pp face a 2018). Assim, a produtividade aparente do trabalho – medida através do VAB por trabalhador – registou um crescimento de 1,2% (Gráfico I.5.4). Excluindo administrações públicas e atividades imobiliárias, o crescimento do VAB por trabalhador ascendeu a 1,8% (Quadro I.5.2).²⁴

Enquanto o abrandamento do VAB real se deveu essencialmente ao setor da indústria em 2019, o abrandamento do emprego foi relativamente generalizado entre setores. Considerando os dados setoriais do VAB por trabalhador verifica-se que, ao contrário do observado nos últimos anos, o aumento da produtividade agregada resultou essencialmente da componente intrasetorial. Para este resultado contribuiu em larga medida o aumento da produtividade nos serviços, nomeadamente

24. Na análise do VAB por trabalhador excluíram-se os setores “Atividades imobiliárias e alugueres” e “Administração pública, educação e saúde”, uma vez que a forma de apuramento do VAB destes setores implica que a respetiva produtividade não tenha significado económico (no primeiro caso, o VAB encontra-se distorcido pelas “rendas imputadas” e, no segundo caso, o apuramento do VAB dos serviços não mercantis tem por base as remunerações pagas).

no setor do comércio, transportes, alojamento e restauração, onde o crescimento do VAB foi superior ao do emprego em 2019. O contributo intersetorial para o crescimento da produtividade foi positivo e próximo do observado nos últimos anos, continuando a sugerir uma orientação dos fluxos de emprego para setores da economia com maior produtividade.

Quadro I.5.2 • Contributos setoriais para a taxa de variação anual do VAB por trabalhador
| Em percentagem e pontos percentuais

	2015	2016	2017	2018	2019	Por memória	
						2014-2019	2009-2013
Total da economia (exc. AP e AI; taxa de variação, em percentagem)	-0,1	0,3	0,2	0,6	1,8	1,8	9,3
Contributos (em pp):							
Agricultura, siveicultura e pescas	0,4	0,1	0,1	0,0	0,3	1,1	0,6
Indústria transformadora	-0,1	0,1	0,5	-0,3	-0,3	-0,1	2,5
Energia, água e saneamento	0,0	-0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,4	-0,2
Comércio, transportes, alojamento e restauração	-0,3	-0,2	-0,2	0,3	0,8	-0,3	4,5
Construção	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	0,5
Outros serviços	-0,9	-0,1	-0,2	0,1	0,3	-2,2	-1,1
Contributo intrasetorial	-1,0	-0,3	-0,2	0,3	1,3	-1,7	6,9
Contributo intersetorial	0,8	0,6	0,4	0,4	0,5	3,5	2,4

Fontes: INE – Contas Nacionais e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: AP e AI correspondem a administrações públicas e atividades imobiliárias, respetivamente. O cálculo da componente intrasetorial assume que o peso do emprego se mantém constante entre períodos de modo a medir apenas a variação da produtividade em cada setor. Em sentido contrário, o cálculo da componente intersetorial considera que a produtividade não se altera, permitindo isolar os fluxos de emprego entre setores. Para uma descrição detalhada da metodologia de cálculo dos contributos setoriais, consultar a Caixa 6 do *Boletim Económico* de outubro de 2017.

A produtividade e a capacidade competitiva de uma economia podem igualmente ser interpretadas como o resultado da contribuição dos vários fatores produtivos, incluindo o *stock* de capital disponível por trabalhador, a qualidade do capital humano e da gestão empresarial (Caixa 4 “Uma caracterização dos gestores de topo em Portugal” deste boletim), bem como da tecnologia. No caso da economia portuguesa, onde os níveis de produtividade são inferiores aos da média da área do euro, a necessidade de manter um esforço de inovação e de acompanhar o processo de digitalização assumem um papel fulcral (Caixa 5 “Indicadores de inovação em Portugal” e Caixa 6 “Qual o grau de digitalização da economia portuguesa?” deste boletim).

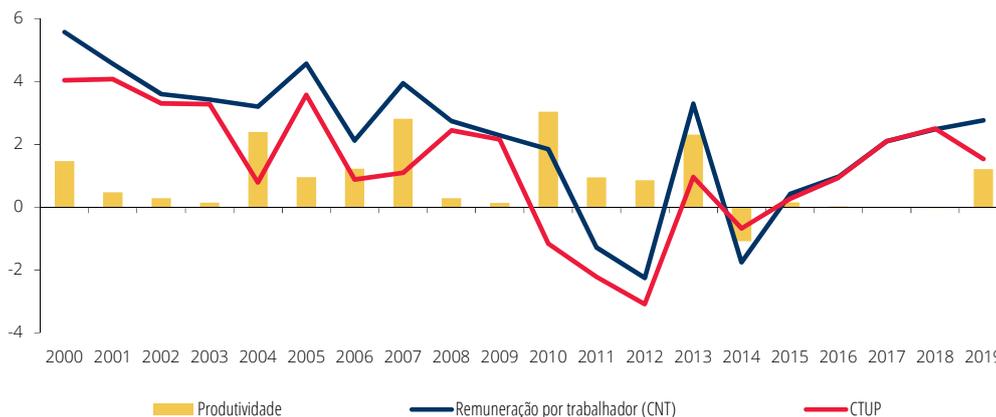
⋮ **Registou-se uma aceleração das remunerações em 2019,**
⋮ **contrabalançada pelos ganhos de produtividade**

De acordo com os dados disponibilizados pelo Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social, as remunerações base por trabalhador declaradas à Segurança Social em 2019 registaram um crescimento de 3,1%, o que representa uma aceleração face ao valor de 2,4% observado no conjunto de 2018. As contas nacionais publicadas pelo INE apontam para um crescimento das remunerações médias por trabalhador de 2,8% em 2019 (2,5% em 2018). No entanto, os custos do trabalho por unidade produzida (CTUP) desaceleraram em 2019 (de 2,5% em 2018 para 1,5% em 2019), refletindo o crescimento da produtividade (Gráfico I.5.4).²⁵

25. Os CTUP são calculados através do rácio entre a remuneração média por trabalhador e a produtividade aparente do trabalho – medida pelo rácio entre o VAB em volume e o emprego total.

A evolução das remunerações reflete igualmente o maior dinamismo da contratação coletiva, traduzida no aumento do número de instrumentos de regulamentação coletiva. Em 2019 foram publicados 352 novos instrumentos, abrangendo 883,7 mil trabalhadores, que se traduziram num crescimento de 4,0% das remunerações médias convencionadas. Dada a sua importância na distribuição salarial em Portugal, o crescimento das remunerações em 2019 refletiu também o aumento do salário mínimo nacional.²⁶

Gráfico I.5.4 • Taxa de variação anual das remunerações por trabalhador, dos custos do trabalho por unidade produzida e da produtividade | Em percentagem



Fontes: INE – Contas Nacionais e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

A situação no mercado de trabalho continuou a melhorar, com destaque para o papel dos indivíduos residentes com nacionalidade estrangeira

Em 2019 a população ativa manteve o perfil de crescimento moderado dos últimos anos, registando um aumento de 0,4% em termos homólogos. Tal como observado desde meados de 2017, e apesar do seu peso relativo diminuto, a população ativa com nacionalidade estrangeira teve um contributo de 0,8 pp para esta evolução.²⁷

O aumento da população ativa em 2019 ocorre num cenário de relativa estabilização da população total – após uma contínua redução da população residente desde 2010. Para o crescimento da população ativa no período mais recente tem contribuído o aumento da taxa de atividade nos escalões etários mais elevados, potenciada pelo aumento gradual da idade da reforma. Por seu turno, nas gerações mais jovens, tem sido observada uma diminuição gradual da taxa de atividade, associada ao prolongamento da escolaridade.²⁸ Para além disso, a manutenção da tendência secular de aumento

26. De acordo com o *Inquérito aos Ganhos e à Duração do Trabalho*, divulgado pelo Gabinete de Estratégia e Planeamento do Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social, em abril de 2019, a percentagem de trabalhadores por conta de outrem a tempo completo abrangidos pela retribuição mínima mensal garantida foi de 25,6%, o mesmo que no período homólogo de 2018. O salário mínimo nacional aumentou de 580 para 600 euros no início de 2019 e para 635 euros a 1 de janeiro de 2020.

27. Em 2019, a população ativa com nacionalidade estrangeira representava 3,4% da população ativa total (2,6% em 2018). Para uma análise do contributo da população ativa estrangeira residente em Portugal para a variação da população ativa total, veja-se, por exemplo, a Caixa 3 “O contributo dos estrangeiros para a evolução da população ativa em Portugal” do *Boletim Económico* de outubro de 2019.

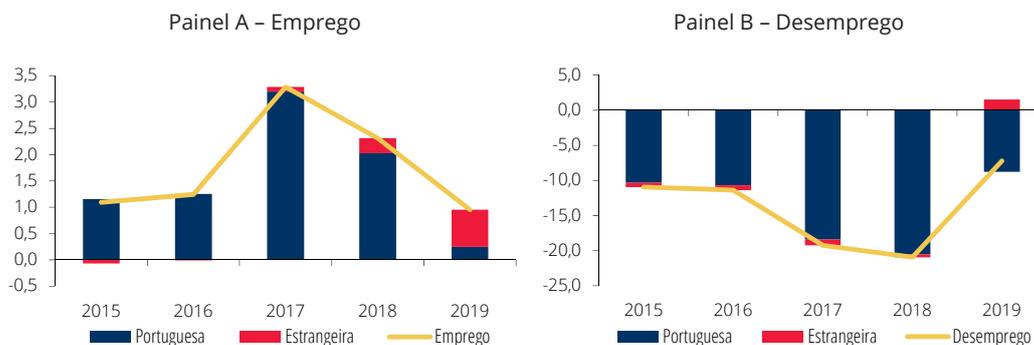
28. Para uma análise mais detalhada sobre as principais alterações demográficas e a oferta de trabalho em Portugal, consultar o Tema em destaque do *Boletim Económico* de junho de 2019.

da taxa de atividade feminina, que deverá continuar a convergir para a taxa de atividade masculina nas próximas décadas, é um fator suscetível de mitigar os efeitos na população ativa da dinâmica demográfica adversa.²⁹

Os indivíduos residentes com nacionalidade estrangeira permitiram sustentar o crescimento do emprego em 2019, em particular no segundo semestre, e contribuíram também para o aumento do desemprego ao longo do ano (Gráfico I.5.5). No caso do emprego, estes indivíduos apresentavam uma estrutura etária relativamente jovem (essencialmente com menos de 35 anos de idade, mas também entre os 35 e os 54 anos), têm ensino secundário e superior, e residem em Portugal há 1 ou 2 anos. Por sua vez, o seu impacto no desemprego foi praticamente transversal.

A taxa de desemprego manteve a sua trajetória de redução em 2019, embora com um perfil mais moderado. A taxa de desemprego situou-se em 6,5%, o que corresponde ao valor mais baixo desde 2003 (6,3%).³⁰ Contudo, o perfil intra-anual de queda da taxa de desemprego foi interrompido no quarto trimestre de 2019 com a taxa de desemprego a situar-se em 6,7% (6,1% no terceiro trimestre).³¹

Gráfico I.5.5 • Contributos por nacionalidade para a taxa de variação anual do emprego e do desemprego | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

⋮ A desaceleração do emprego decorreu do emprego por conta de outrem e com contratos com termo e de prestação de serviços

Para o menor dinamismo do emprego em 2019 contribuiu a desaceleração do emprego por conta de outrem, num cenário em que o emprego por conta própria voltou a apresentar um crescimento robusto (Quadro I.5.3). Por tipo de contrato, destaca-se a redução dos contratos com termo e de prestação de serviços. A percentagem de contratos com termo no emprego por conta de outrem situou-se em 17,6% em 2019, um valor inferior em 0,8 pp ao observado em 2018.

29. Em 2019, a taxa de atividade feminina – relação entre a população ativa e a população total – foi de 47,9%, um valor inferior em 7,0 pp em relação à taxa de atividade masculina. Comparando, por exemplo, com o ano 2010, a taxa de atividade feminina aumentou 3,1 pp em 2019, e o diferencial em relação à taxa de atividade masculina reduziu-se em cerca de 5,9 pp.

30. Este corresponde ao menor decréscimo registado desde 2014, ano em que a população desempregada começou a diminuir.

31. Para o aumento da taxa de desemprego no quarto trimestre de 2019 contribuiu o crescimento do desemprego nos indivíduos desempregados há menos de 12 meses (desemprego de curta duração). Este facto refletiu-se na queda do peso do desemprego de longa duração (12 ou mais meses) que se situou em 48,4% no quarto trimestre de 2019 (52,7% no terceiro trimestre). Em termos anuais, a dinâmica é de redução do peso do desemprego de longa duração e de muito longa duração (24 ou mais meses) (Quadro I.5.4).

Adicionalmente, o emprego em 2019 desacelerou em todos os escalões etários. O crescimento do emprego em 2019 (1,0%) refletiu sobretudo a evolução do emprego nos escalões etários mais elevados, em particular acima dos 54 anos (contributo de 0,7 pp) e entre os 45 e os 54 anos (0,4 pp), mas também no escalão etário entre os 15 e os 24 anos de idade (0,2 pp).

Quadro I.5.3 • Indicadores sobre a evolução recente do emprego em Portugal | Taxa de variação homóloga, em percentagem

	Milhares de indivíduos em 2019	2017	2018	2019	2018		2019	
					S1	S2	S1	S2
Emprego total	4913,1	3,3	2,3	1,0	2,8	1,9	1,2	0,7
Emprego conta de outrem	4084,8	4,3	2,7	0,7	3,7	1,7	0,6	0,8
Emprego por conta própria	810,5	-0,4	0,5	2,6	-1,5	2,5	4,2	1,1
Trabalho familiar	17,8	-23,9	-7,1	-12,9	-12,2	-1,6	-3,1	-22,3
Por tipo de contrato:								
Contrato sem termo	3235,8	4,7	2,8	2,2	3,5	2,1	1,6	2,9
Contrato com termo	718,8	3,3	2,2	-3,5	5,4	-0,7	-2,0	-5,1
Contrato prestação de serviços	130,2	0,8	4,8	-11,1	2,0	7,5	-7,2	-14,7
Por regime de duração:								
Tempo completo	4404,9	4,1	3,2	1,1	4,1	2,3	1,1	1,1
Tempo parcial	508,2	-2,4	-4,7	-0,6	-7,4	-1,8	1,8	-3,0
Por escalões etários:								
Entre 15 e 24 anos	305,3	7,7	4,9	3,0	3,8	5,9	4,8	1,4
Entre 25 e 34 anos	935,6	1,1	0,7	-0,5	1,5	0,0	0,0	-0,9
Entre 35 e 44 anos	1292,5	-0,1	-0,3	-0,8	0,2	-0,7	-0,4	-1,3
Entre 45 e 54 anos	1269,5	4,3	2,7	1,4	3,8	1,6	0,5	2,3
Mais de 54 anos	1110,3	7,7	6,0	3,3	6,0	6,0	4,0	2,5

Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

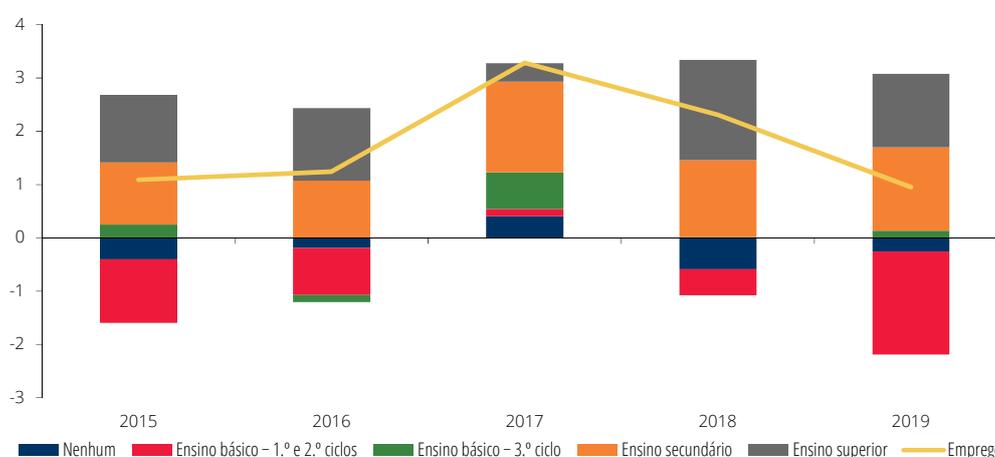
Por nível de escolaridade, continuou a verificar-se a redução estrutural do peso no emprego dos indivíduos com escolaridade inferior ao ensino secundário (taxa de variação homóloga de -5,4% em 2019). Em sentido contrário, o peso no emprego dos indivíduos com ensino superior aumentou 4,2%, enquanto nos indivíduos com ensino secundário este crescimento situou-se em 4,7%. Estes desenvolvimentos traduziram-se em contributos para o crescimento do emprego em 2019 de 1,4 pp para os indivíduos com ensino superior e de 1,6 pp para os indivíduos com ensino secundário (Gráfico I.5.6).

• A par da redução da taxa de desemprego, outros indicadores disponíveis apontam para um aumento da restritividade no mercado de trabalho

Em 2019, o número de desempregados em Portugal caiu 7,2% face a 2018 (Quadro I.5.4).³² Desde 2013, ano em que a taxa de desemprego atingiu o máximo histórico de 16,2%, o número de desempregados diminuiu 60,3% (menos 515,8 mil desempregados).

32. Considerando fluxos em amostra constante (ou seja, tendo em conta os indivíduos que permanecem na amostra do Inquérito ao Emprego em dois trimestres consecutivos), percebe-se que esta redução do número de desempregados assenta essencialmente na manutenção de um fluxo significativo de transições para o emprego. Adicionalmente, o fluxo líquido do emprego para a inatividade foi positivo no primeiro semestre, mas negativo no segundo, e o fluxo líquido da inatividade para o desemprego foi positivo ao longo de todo o ano.

Gráfico I.5.6 • Contributos por nível de escolaridade para a taxa de variação anual do emprego
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

Quadro I.5.4 • Indicadores sobre a evolução recente do desemprego em Portugal | Em percentagem da população ativa, salvo indicação em contrário

	Milhares de indivíduos em 2019	2017	2018	2019	2018		2019	
					S1	S2	S1	S2
Desemprego total (taxa de variação homóloga em %)	339,5	-19,2	-20,9	-7,2	-22,7	-19,0	-10,5	-3,7
Taxa de desemprego	-	8,9	7,0	6,5	7,3	6,7	6,5	6,4
Por escalões etários								
Entre 15 e 24 anos	68,2	23,9	20,3	18,3	20,7	20,0	17,8	18,7
Entre 25 e 34 anos	70,6	9,7	7,5	7,0	8,0	7,1	6,7	7,4
Entre 35 e 44 anos	67,3	7,2	5,9	4,9	6,2	5,5	5,3	4,6
Entre 45 e 54 anos	71,7	7,2	5,3	5,3	5,5	5,2	5,7	5,0
Mais de 54 anos	61,5	7,2	5,5	5,3	5,8	5,1	5,2	5,3
Subutilização do trabalho (taxa de variação homóloga em %)	690,0	-14,8	-17,4	-7,2	-18,2	-16,5	-8,4	-6,0
Taxa de subutilização do trabalho ^(a)	-	16,5	13,7	12,7	14,3	13,1	13,0	12,4
Inativos desencorajados	167,5	4,1	3,5	3,2	3,5	3,5	3,3	3,1
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) ^(b)	170,9	58,1	51,4	50,3	53,2	49,4	50,2	50,5
Desemprego de muito longa duração (em % do desemprego total) ^(c)	118,5	41,9	36,1	34,9	36,8	35,3	34,3	35,6

Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) 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. Para efeito de cálculo desta taxa, a população ativa inclui igualmente estes inativos. (b) O desemprego de longa duração inclui os indivíduos desempregados há 12 ou mais meses. (c) O desemprego de muito longa duração inclui os indivíduos desempregados há 24 ou mais meses.

Por escalões etários, a redução da taxa de desemprego refletiu também a continuação do perfil de queda da taxa de desemprego jovem (15 a 24 anos), num cenário de novo aumento da população ativa neste escalão. Em 2019, a taxa de desemprego jovem situou-se em 18,3%, menos 2,0 pp face a 2018.

A informação disponível continua a apontar para um aumento do grau de restritividade no mercado de trabalho. A taxa de emprego em Portugal em percentagem da população em idade ativa (que é um indicador do grau de utilização da oferta potencial de trabalho) situou-se em 70,5% em

2019, correspondendo ao valor mais elevado desde que existem estatísticas oficiais de emprego. Relativamente ao registado na área do euro, este valor é superior em 3,2 pp.³³ Adicionalmente, a taxa de subutilização do trabalho tem apresentado um perfil de redução mais marcado do que o da taxa de desemprego, situando-se em 12,7% em 2019, menos 1,0 pp face a 2018.³⁴ De destacar a redução em 9,3% do número de inativos desencorajados que em 2019 representavam 3,2% da população ativa. Estes indicadores sugerem que a margem de crescimento da oferta de trabalho por incorporação de indivíduos inativos mas vinculados ao mercado de trabalho tem diminuído. Adicionalmente, os *part-timers* involuntários, que representavam 3,5% da população ativa em 2019, diminuíram 1,4% em termos homólogos.

33. Os valores apresentados para a taxa de emprego em Portugal e na área do euro estão publicados na base de dados da OCDE (*Employment rate indicator*).

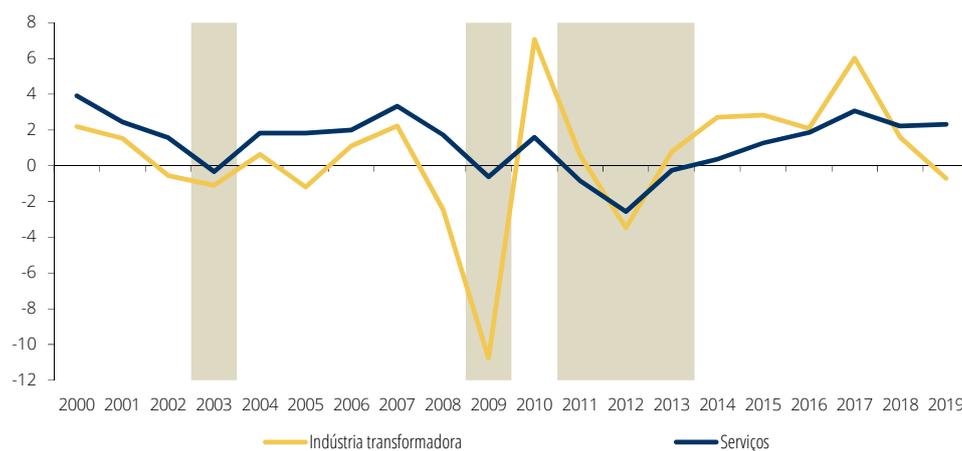
34. A taxa de subutilização do trabalho calculada pelo INE agrega, para além dos desempregados considerados oficialmente, os trabalhadores que trabalham a tempo parcial mas que gostariam de trabalhar mais horas, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis no imediato e os inativos disponíveis mas que não procuram ativamente emprego.

Caixa 3 • A dualidade indústria-serviços: Portugal no contexto das economias avançadas

A desaceleração da atividade económica em Portugal em 2019 foi particularmente concentrada no setor da indústria transformadora. A atividade neste setor – medida pelo valor acrescentado bruto (VAB) – tem vindo a desacelerar desde 2017, tendo caído 0,7% em 2019. Em contraste, a atividade no setor dos serviços permaneceu relativamente resiliente, com um crescimento observado em torno de 2% nos últimos dois anos (Gráfico C3.1).

Esta dualidade é igualmente corroborada pela evolução de diversos indicadores quantitativos e qualitativos. Por um lado, a produção industrial tem apresentado um perfil de abrandamento desde o final de 2017, com uma variação negativa em 2019, em linha com a deterioração observada da confiança no setor. Por outro lado, o volume de negócios nos serviços em 2019 manteve-se resiliente, num quadro em que a confiança neste setor se situou em níveis elevados, não obstante a existência de alguns sinais de moderação. Esta caixa procura compreender os principais fatores que justificam este comportamento diferenciado e avaliar até que ponto o enfraquecimento que se tem observado na indústria pode ter repercussões negativas sobre o setor dos serviços.³⁵

Gráfico C3.1 • VAB em volume da indústria transformadora e dos serviços em Portugal | Taxa de variação anual em percentagem



Fonte: Eurostat. | Nota: A área a sombreado identifica períodos de contração da economia portuguesa.

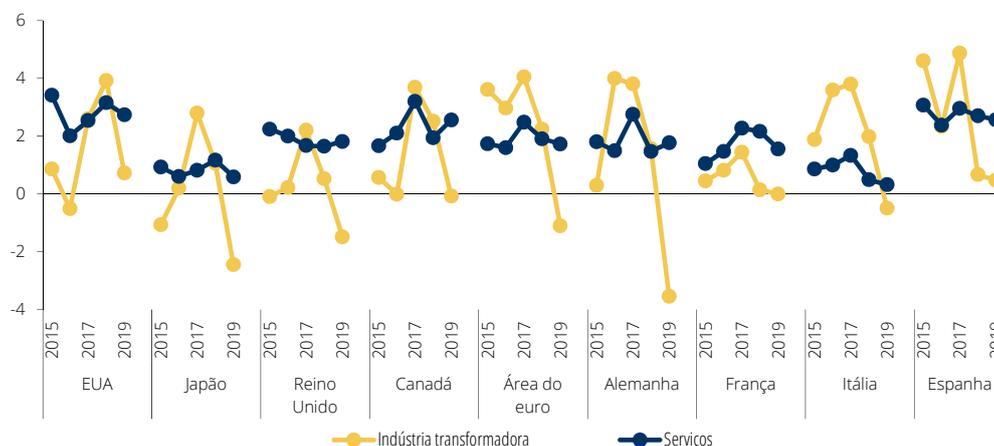
O fenómeno de enfraquecimento da indústria transformadora não é específico a Portugal, tendo vindo igualmente a observar-se em várias economias avançadas (Gráfico C3.2). A dualidade indústria-serviços foi particularmente notória na Alemanha, onde a indústria tem um peso relativo na economia maior. Este comportamento foi muito influenciado pela queda acentuada da produção do setor automóvel observada desde a segunda metade de 2018.³⁶ Destaque-se também o comportamento negativo da indústria no Japão devido a constrangimentos na cadeia de produção decorrentes da ocorrência de desastres naturais, e no Reino Unido, onde a incerteza

35. A heterogeneidade do tecido industrial português não é objeto de análise nesta Caixa.

36. A indústria automóvel apresentou uma evolução negativa a nível global nos últimos dois anos, penalizando os países mais especializados neste setor, como a Alemanha. Os principais fatores invocados para esta evolução prendem-se com uma redução significativa da procura da China dirigida a este setor e com a introdução de alterações regulatórias na União Europeia. Ver "Box 1.1. The Global Automobile Industry: Recent Developments and Implications for the Global Outlook", *World Economic Outlook* do FMI, outubro de 2019 e Caixa 6 "A produção automóvel em Portugal: caracterização, evolução recente e desafios" do *Boletim Económico* de outubro de 2019.

quanto à saída da União Europeia terá continuado a pesar sobre as decisões de investimento, afetando especialmente a produção de bens de capital.³⁷

Gráfico C3.2 • VAB em volume da indústria transformadora e dos serviços nas principais economias avançadas | Taxa de variação anual em percentagem



Fontes: Refinitiv e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: No caso do Japão apresenta-se o índice de produção industrial da indústria transformadora e o índice de atividade do setor terciário.

O comportamento diferenciado da atividade na indústria e nos serviços pode estar relacionado com o facto de a desaceleração económica estar associada a fatores globais resultantes da intensificação de tensões comerciais entre os Estados Unidos e a China, que afetaram o comércio mundial e, de forma mais direta, o setor industrial.

Para avaliar esta hipótese estimou-se um modelo³⁸ com indicadores qualitativos para as economias avançadas (excluindo a área do euro), a área do euro e Portugal, que habitualmente captam bem a evolução da atividade na indústria e nos serviços, com o objetivo de analisar os fatores explicativos do comportamento recente de cada setor em Portugal. Este modelo permite decompor a variação do indicador de confiança na indústria transformadora e dos serviços nos contributos resultantes da evolução destes setores em Portugal, na área do euro e nas restantes economias avançadas.

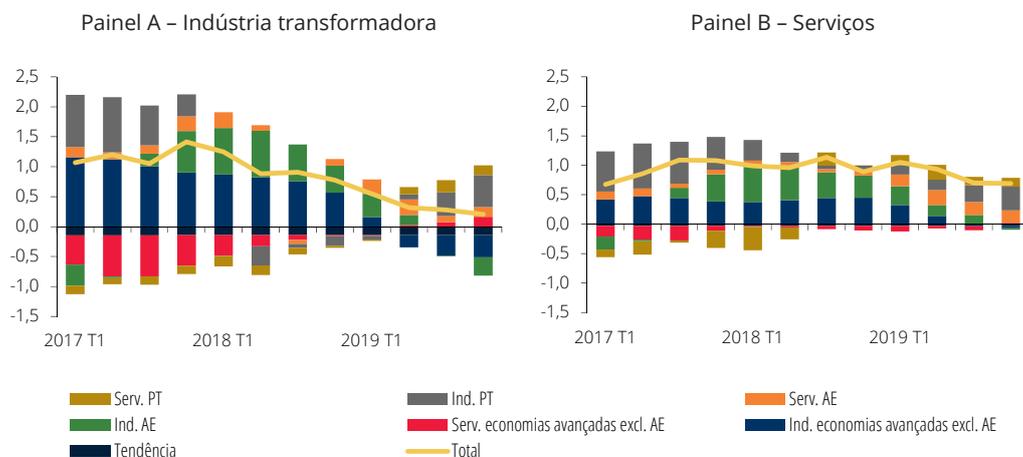
A evidência sugere que a desaceleração da atividade em Portugal terá sido em grande medida influenciada pelo enfraquecimento da indústria ao nível global – com influência direta tanto da área do euro, como de outras economias avançadas – que teve um efeito particularmente negativo na indústria portuguesa (Gráfico C3.3, painel A), mas também se repercutiu ao nível dos serviços (Gráfico C3.3, painel B), ainda que em menor grau.

Apesar da resiliência observada pelo setor dos serviços no seu conjunto, uma análise mais desagregada permite identificar alguns subsetores onde se verificou uma desaceleração da atividade, possivelmente relacionada com a evolução do setor industrial. O comportamento entre os diversos subsetores é idêntico na área do euro e em Portugal, embora se verifique na área do euro uma correlação superior entre a indústria transformadora e os subsetores de serviços que estão mais sincronizados com o ciclo económico (Gráfico C3.4, painel A).

37. Ver Caixa 1 “Desenvolvimentos no processo de saída da União Europeia e o seu impacto no Reino Unido” do *Boletim Económico* de maio de 2019.

38. O modelo usado corresponde a um SVAR (Structural Vector Autoregressive model).

Gráfico C3.3 • Decomposição histórica do indicador de confiança na indústria transformadora e nos serviços em Portugal | Desvio face à média dos últimos 10 anos (estandardizado) e contributos



Fontes: IHS Markit e Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (i) As séries usadas correspondem aos respetivos PMI, à exceção de Portugal (PT), onde se recorreu aos indicadores qualitativos divulgados pela Comissão Europeia; (ii) O PMI das economias avançadas excluindo área do euro inclui: Estados Unidos, Japão, Reino Unido, Canadá, Austrália, Suíça, Dinamarca e Nova Zelândia; o PMI da área do euro (AE) inclui: Alemanha, França, Itália, Espanha, Países Baixos, Áustria, Irlanda e Grécia; (iii) O modelo foi estimado com dados trimestrais de 1998 a 2019, incluindo 4 desfasamentos; (iv) A decomposição apresentada recorreu a uma identificação de Cholesky seguindo a ordem das variáveis apresentada no gráfico. Os principais resultados são qualitativamente robustos a outras estratégias de identificação, nomeadamente para alterações da ordem entre indústria e serviços em Portugal; v) O termo “tendência” capta a dinâmica que o indicador teria na ausência de choques.

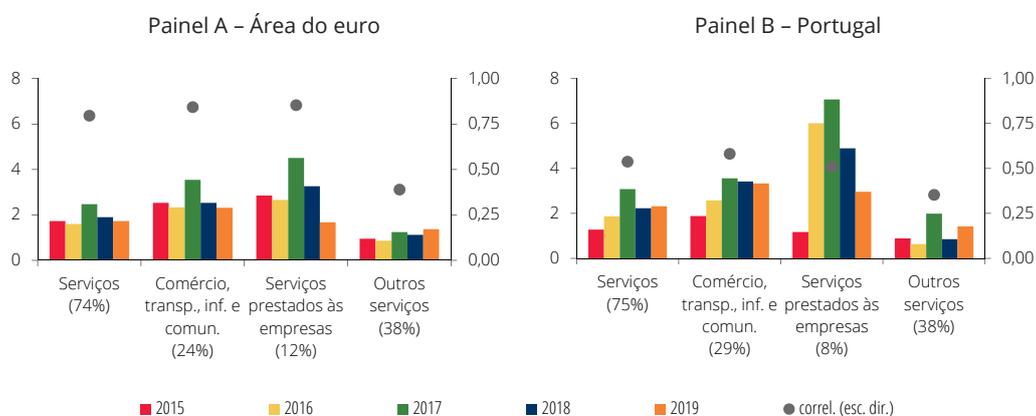
Em particular, a atividade do subsetor dos serviços prestados às empresas desacelerou de forma significativa nos últimos dois anos, depois de ter apresentado um crescimento muito elevado em 2017. A atividade deste subsetor destina-se sobretudo a consumo intermédio de outros subsectores, nomeadamente o industrial. De acordo com os dados mais recentes das matrizes de produção nacional (2017), apenas 28% da produção do subsetor é diretamente usada para despesa final, sobretudo investimento e exportações, apresentando historicamente uma correlação com o VAB da indústria transformadora relativamente elevada face à generalidade dos restantes subsectores dos serviços.

Nos últimos dois anos, o conjunto dos subsectores do comércio, transportes, informação e comunicação também registou uma ligeira desaceleração em Portugal (na área do euro a desaceleração face ao pico de 2017 foi mais notória). Estes subsectores também apresentam uma correlação histórica relativamente elevada com a indústria transformadora, embora neste caso cerca de 50% da produção seja usada diretamente para consumo final das famílias e das administrações públicas, o que poderá justificar a manutenção de um crescimento relativamente sólido (Gráfico C3.4, painel B).

A atividade na generalidade dos restantes subsectores dos serviços, habitualmente menos correlacionados com a indústria, manteve-se resiliente, tendo mesmo acelerado em 2019. Estes outros serviços apresentam historicamente um comportamento relativamente acíclico face à generalidade da atividade económica e um ritmo de crescimento médio abaixo da média do setor. Ainda assim, com a aceleração recente, o ritmo de crescimento observado em 2019 foi superior ao da sua média histórica.

A resiliência da atividade na maioria dos subsectores dos serviços está em linha com o comportamento da procura interna, que tem sido suportada por condições favoráveis do mercado de trabalho, condições monetárias e financeiras acomodáticas, e por uma política orçamental ligeiramente expansionista na área do euro.

Gráfico C3.4 • VAB em volume em alguns subsectores dos serviços na área do euro e em Portugal e correlação com a indústria transformadora | Taxa de variação anual em percentagem e coeficiente de correlação



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (i) Os valores entre parênteses representam o peso do VAB do subsector no VAB total da economia em 2019; (ii) As correlações são calculadas usando a amostra histórica de dados trimestrais de 1996 a 2019. Os pontos identificam a correlação máxima da taxa de variação homóloga do VAB de cada subsector dos serviços com a taxa de variação homóloga do VAB da indústria transformadora. Em todos os subsectores dos serviços em Portugal e na área do euro, a correlação máxima ocorre entre o VAB da indústria transformadora em $t-1$ e o VAB dos serviços em t (exceto no caso dos “Outros serviços” em Portugal, onde o desfasamento é de 2 trimestres em vez de 1).

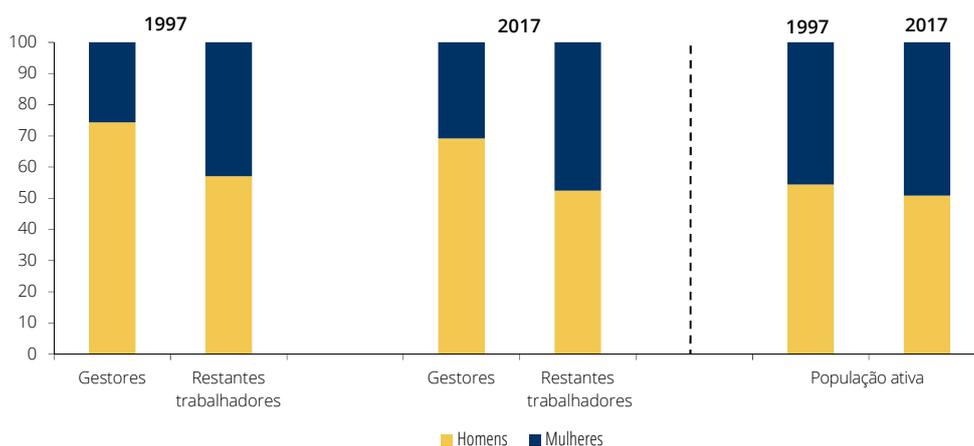
A análise aqui apresentada evidencia a clara dicotomia que caracterizou o comportamento da indústria transformadora e dos serviços nos últimos dois anos. Esta dualidade foi evidente tanto em Portugal como na generalidade das economias avançadas.

Caixa 4 • Uma caracterização dos gestores de topo em Portugal

Vários estudos empíricos e teóricos consideram as práticas de gestão como um fator determinante para o desempenho das empresas sendo, como tal, muito relevantes para explicar diferenciais de produtividade entre países. Dado o papel central dos gestores de topo na definição destas práticas, a presente caixa visa apresentar uma breve caracterização dos gestores em Portugal e a evolução observada nas últimas duas décadas, com base na informação do Relatório Único (Quadros de Pessoal).³⁹ A análise, de natureza descritiva, foca no género, na idade e no nível de escolaridade, comparando estas características dos gestores com as observadas nos restantes trabalhadores. Por forma a estabelecer um referencial de comparação, os gráficos incluem ainda dados do Inquérito ao Emprego relativamente à caracterização da população ativa.

O Gráfico C4.1 revela que a percentagem de mulheres gestoras aumentou muito ligeiramente em Portugal durante as últimas duas décadas, apesar do aumento significativo das qualificações das mesmas, permanecendo num nível relativamente baixo (cerca de 31%, que compara com uma participação feminina próxima de 50% nos restantes trabalhadores). Este resultado é transversal a todos os setores de atividade e a empresas de diferentes dimensões.

Gráfico C4.1 • Repartição dos gestores e restantes trabalhadores por género | Em percentagem

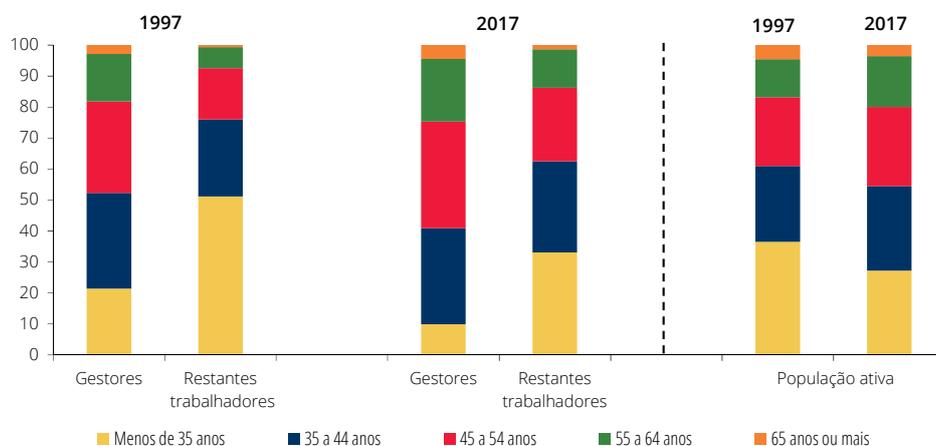


Fontes: INE e Quadros de Pessoal.

Num contexto de envelhecimento da população, a idade média e mediana dos gestores aumentou cerca de 3 anos nas últimas duas décadas, em larga medida devido à diminuição da percentagem de gestores com menos de 35 anos (representando apenas 10% dos gestores em 2017, menos 11 pp do que em 1997). O Gráfico C4.2 evidencia ainda uma prevalência relativamente maior dos escalões etários mais elevados nos gestores, o que é consistente com o requisito de níveis de escolaridade e anos de experiência relativamente superiores nos cargos de gestão. Em particular, cerca de 60% dos gestores tem mais de 44 anos, o que compara com menos de 40% no caso dos restantes trabalhadores. Em termos de repartição por empresas, não se observam diferenças assinaláveis, sendo apenas de destacar a existência de uma maior proporção de gestores nas faixas etárias intermédias nas empresas grandes.

39. De notar que os Quadros de Pessoal englobam o universo de empresas privadas com pelo menos um trabalhador remunerado.

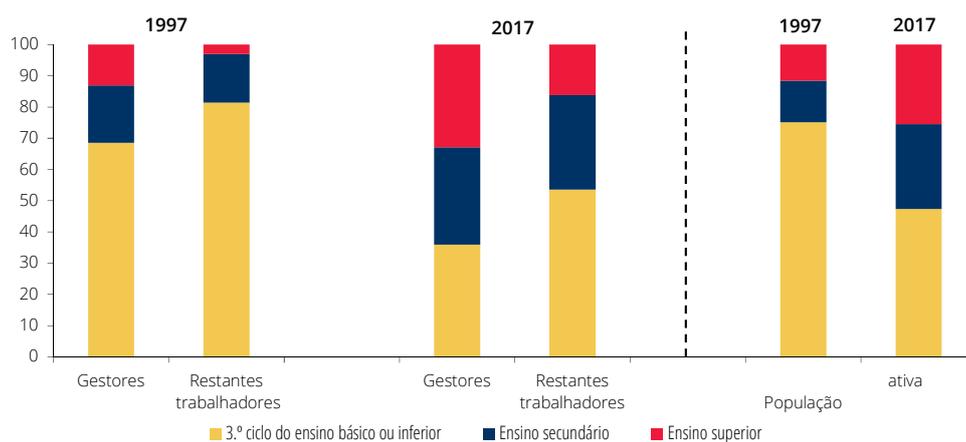
Gráfico C4.2 • Repartição dos gestores e restantes trabalhadores por escalão etário
| Em percentagem



Fontes: INE e Quadros de Pessoal.

A melhoria nos níveis de escolaridade da população portuguesa observada nos últimos 20 anos tem também reflexo nos gestores de topo, tal como ilustrado no Gráfico C4.3. O aumento do nível de escolaridade dos gestores portugueses foi assinalável, sendo de destacar, em particular, a diminuição da percentagem de gestores com escolaridade inferior ao 3.º ciclo do ensino básico em mais de 30 pp, situando-se ligeiramente acima de 35% em 2017. Por sua vez, uma comparação do nível de escolaridade dos gestores com os restantes trabalhadores revela que, como expetável, os gestores têm em média mais anos de escolaridade, destacando-se o maior número relativo de licenciados. Finalmente, uma comparação por escalão etário mostra que o nível médio de escolaridade é superior nos gestores mais jovens.

Gráfico C4.3 • Repartição dos gestores e restantes trabalhadores por nível de escolaridade
| Em percentagem

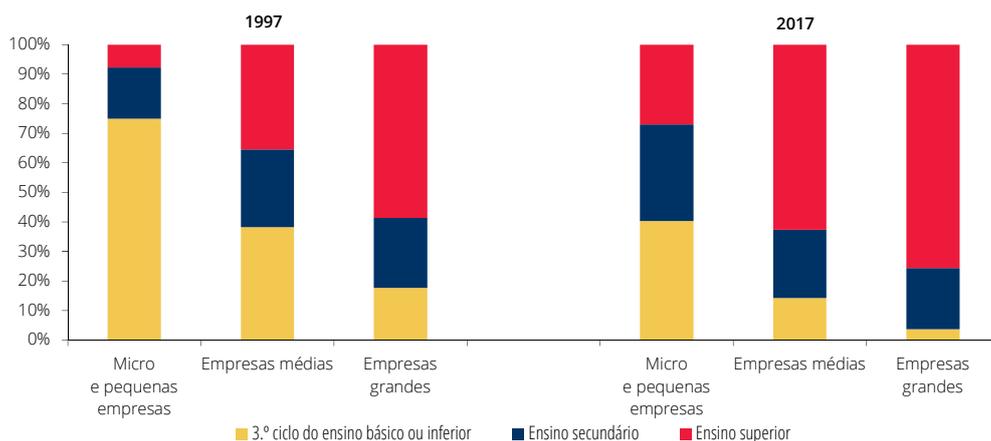


Fontes: INE e Quadros de Pessoal.

Finalmente, o Gráfico C4.4 aponta para uma correlação positiva entre a escolaridade média do gestor e a dimensão da empresa. Com efeito, nas grandes empresas, mais de 75% dos gestores

concluiu o ensino superior e a percentagem de gestores com um nível de escolaridade inferior ao ensino secundário é menor do que 5%. Em contraste, nas micro e pequenas empresas, que representam a grande maioria das empresas em Portugal, menos de 30% dos gestores tem ensino superior e a percentagem que não concluiu o ensino secundário é ainda consideravelmente alta (cerca de 40%).

Gráfico C4.4 • Repartição dos gestores por nível de escolaridade e dimensão da empresa
| Em percentagem



Fonte: Quadros de Pessoal.

Em suma, a evidência apresentada aponta para uma evolução positiva nas características dos gestores de topo em Portugal nas últimas duas décadas, em particular pelo reforço da representação feminina na gestão empresarial e pela tendência de aumento de escolaridade dos gestores. No que respeita à participação das mulheres, importa realçar que, para além dos benefícios sociais associados à maior equidade, existem vários estudos que apontam para ganhos de produtividade nas empresas que não são geridas exclusivamente por homens (ver Bloom e Van Reenen, 2006⁴⁰). Finalmente, importa notar que a qualidade da gestão não depende apenas das características dos próprios gestores, mas também do capital humano da empresa, reforçando a importância do aumento do nível de escolaridade em toda a população ativa (ver Bloom e Van Reenen, 2010⁴¹).

40. "Management practices, work-life balance, and productivity: a review of some recent evidence", *Oxford Review of Economic Policy*.

41. "Why do management practices differ across firms and countries?", *Journal of Economic Perspectives*.

Caixa 5 • Indicadores de inovação em Portugal

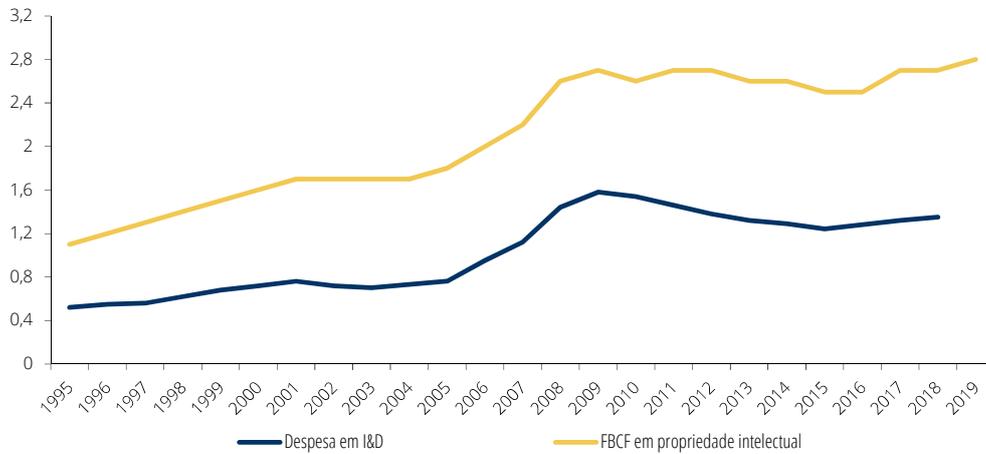
A literatura económica aponta a inovação como um importante determinante do crescimento. Originalmente, esta perspetiva inspira-se no conceito de “destruição criativa” formulado por Joseph Schumpeter na primeira metade do século XX, segundo a qual as novas tecnologias e os produtos que delas resultam levam a uma forte redução da atividade nas empresas produtoras dos bens entretanto tornados obsoletos. No entanto, após algum tempo, o crescimento da atividade associado aos novos produtos mais do que compensa a destruição inicial, gerando um crescimento em termos líquidos. O poder de mercado evolui também ao longo do tempo, sendo elevado para as empresas detentoras dos novos produtos mas diluindo-se ao longo do tempo com a entrada de novas empresas e a massificação das novas tecnologias.

No entanto, a inovação não é exclusivamente uma forma de as empresas diferenciarem os seus produtos dos concorrentes. Ela pode traduzir-se também na melhoria dos processos de fabrico de produtos já existentes, pela via da incorporação de novas tecnologias ou melhores métodos de gestão. A inovação nos processos ou nos modelos de negócio pode ser tão ou mais importante e disruptiva do que a dos produtos e serviços, promovendo a competitividade das empresas nos mercados interno e externo. Para a maior parte das empresas, a inovação não depende da componente científica centrada na investigação e desenvolvimento (I&D) mas da capacidade de combinar conhecimento já existente nas áreas da engenharia, materiais, cadeia de produção, *design*, entre outros. Adicionalmente, em termos de política, é consensual a noção de que existem externalidades positivas na atividade de inovação que justificam a intervenção pública. Existe complementaridade entre as políticas de ciência centradas na I&D e as de desenvolvimento e difusão de inovações tecnológicas assentes sobretudo nas relações colaborativas entre entidades do sistema científico e tecnológico e as empresas.

Estas reflexões são particularmente apropriadas num contexto em que as baixas taxas de crescimento do produto se generalizaram nas economias avançadas e grande parte do debate se concentra nas prescrições para a regeneração do tecido produtivo. No caso da economia portuguesa, onde os níveis médios de produtividade são mais baixos do que na média da UE e a dinâmica de internacionalização se tornou um fator de crescimento fulcral, estas questões são também muito relevantes.

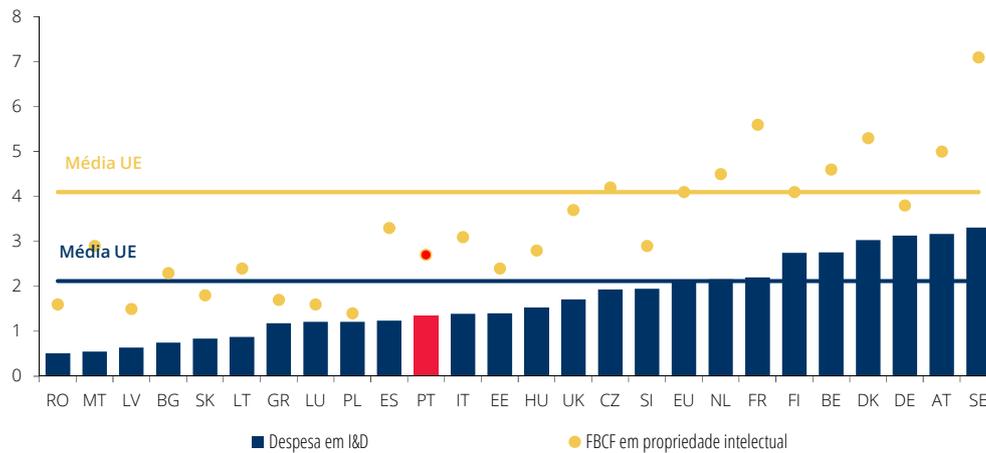
Um dos indicadores mais comuns para a análise desta temática e para efetuar comparações internacionais é a despesa em I&D em percentagem do PIB. A evolução deste indicador em Portugal é apresentada no Gráfico C5.1, observando-se uma trajetória crescente até 2009, ano em que atingiu um valor de 1,6% do PIB. Posteriormente, coincidindo com o período de ajustamento da economia portuguesa, verificou-se uma contração até 2015 ao qual se seguiu uma recuperação para 1,4% do PIB em 2018. Complementarmente, pode ser analisada a formação bruta de capital fixo em produtos de propriedade intelectual em percentagem do PIB, que permite uma perspetiva mais abrangente e numa ótica de Contas Nacionais. Este indicador apresentou um comportamento globalmente semelhante ao da despesa em I&D, embora com uma recuperação mais marcada nos últimos anos. Em 2018, em termos da comparação da despesa em I&D face aos outros países da UE, Portugal situa-se numa posição intermédia mas consideravelmente abaixo da média, que corresponde a 2,1% do PIB (Gráfico C5.2). A ordenação dos países é diferente quando se considera a formação bruta de capital fixo em produtos de propriedade intelectual mas Portugal permanece numa posição intermédia e abaixo da média da UE.

Gráfico C5.1 • Despesa em I&D e formação bruta de capital fixo em produtos de propriedade intelectual em Portugal | Em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat.

Gráfico C5.2 • Despesa em I&D e formação bruta de capital fixo em produtos de propriedade intelectual na União Europeia em 2018 | Em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat. | Nota: A correspondência países-símbolos é a seguinte: Alemanha (DE), Áustria (AT), Bélgica (BE), Bulgária (BG), Dinamarca (DK), Hungria (HU), Eslováquia (SK), Eslovénia (SI), Espanha (ES), Estónia (EE), Finlândia (FI), França (FR), Grécia (GR), Países Baixos (NL), Itália (IT), Letónia (LV), Lituânia (LT), Luxemburgo (LU), Malta (MT), Reino Unido (UK), República Checa (CZ), Roménia (RO), Polónia (PL), Portugal (PT), Suécia (SE) e União Europeia (UE). Os dados para Chipre, Croácia e Irlanda não se encontram disponíveis.

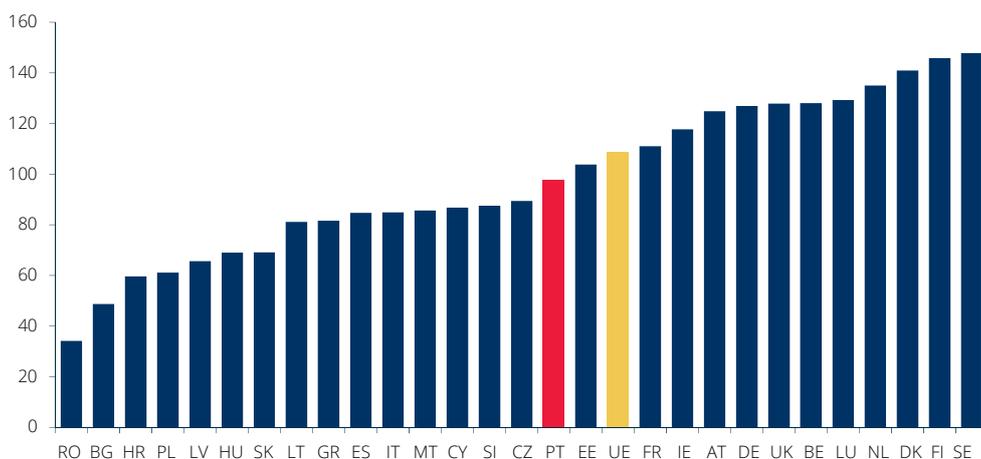
Tal como referido acima, os indicadores de despesa em I&D são parciais. Em particular, não incluem todas as dimensões da inovação e não levam em conta os resultados deste processo. No sentido de colmatar essas falhas é importante recorrer a indicadores mais abrangentes, sintetizados em indicadores compósitos. O *European Innovation Scoreboard* (EIS) fornece uma avaliação comparativa do desempenho dos sistemas de inovação e dos seus pontos fortes e fracos nas dimensões nacionais e regionais, para os Estados-Membros da UE. Esta avaliação baseia-se em 27 indicadores, distinguindo entre 10 dimensões de inovação organizadas em quatro categorias principais: **Condições de enquadramento**, que olham para os determinantes da inovação, incluindo recursos humanos, atratividade dos sistemas de investigação, e ambiente amigável à inovação; **Investimentos**, incluindo

investimento público e privado em investigação e inovação e distinguindo entre financiamento externo e recursos próprios das empresas; **Atividades de inovação**, que medem os esforços ao nível da empresa (em termos de novos produtos e processos), consideram o esforço de inovação, as ligações estabelecidas e a propriedade intelectual; **Impactos**, que ilustram como a inovação se traduz em benefícios para a economia como um todo em termos de emprego e efeito nas vendas. Este indicador compósito é baseado em variáveis agregadas publicadas pelo Eurostat e por outras fontes reconhecidas, mas pode apresentar algumas dificuldades de comparação internacional. Por exemplo, as empresas de diferentes países nem sempre identificam da mesma forma a inovação realizada internamente. Ainda assim, o indicador é globalmente robusto. A última edição deste relatório bianual foi publicada em junho de 2019.

A posição relativa de Portugal no contexto deste indicador em 2018 é intermédia (Gráfico C5.3), ou seja, em termos da comparação com outros Estados-Membros posiciona-se um pouco acima do que é traduzido pela despesa em I&D em percentagem do PIB. Para Portugal, observa-se também uma evolução positiva no indicador compósito de inovação face ao registado em 2011. Os países líderes no indicador de inovação são a Dinamarca, a Finlândia e Suécia, e no outro extremo da distribuição posicionam-se a Roménia e a Bulgária. Em termos das dimensões da inovação registam-se diferenças importantes.

Apesar de Portugal surgir abaixo dos valores registados no indicador compósito de inovação na UE em 2018, situa-se relativamente próximo em termos das condições de enquadramento (superando ligeiramente a UE nos sistemas de investigação e largamente na existência de condições amigáveis para a inovação) (Gráfico C5.4). No que respeita aos financiamentos e às atividades de inovação ao nível da empresa assinala-se uma situação igualmente aquém da UE, exceto no esforço de inovação realizado nas empresas, onde em 2018 se reforça a situação já muito positiva registada em 2011. Finalmente, em termos de impacto no emprego e, sobretudo, nas vendas, o indicador coloca Portugal numa posição inferior à da média da UE em 2018.

Gráfico C5.3 • Índice de inovação em 2018 | Valores face à média da UE em 2011 (índice=100)



Fonte: *European Innovation Scoreboard*. | Nota: A correspondência países-símbolos é a seguinte: Alemanha (DE), Áustria (AT), Bélgica (BE), Bulgária (BG), Chipre (CY), Croácia (HR), Dinamarca (DK), Hungria (HU), Eslováquia (SK), Eslovénia (SI), Espanha (ES), Estónia (EE), Finlândia (FI), França (FR), Grécia (GR), Países Baixos (NL), Irlanda (IE), Itália (IT), Letónia (LV), Lituânia (LT), Luxemburgo (LU), Malta (MT), Reino Unido (UK), República Checa (CZ), Roménia (RO), Polónia (PL), Portugal (PT), Suécia (SE) e União Europeia (UE).

Em síntese, embora se assinalem algumas dimensões de sucesso, existe larga margem para melhoria em termos do volume e da eficiência na utilização dos recursos afetos à inovação em Portugal. O acesso e o correto aproveitamento dos fundos europeus para estes fins tem registado progressos mas pode ser melhorado. Adicionalmente, permanece alguma dificuldade em transpor os resultados da investigação produzida para as vendas e para criação de emprego nas empresas. Neste contexto, as boas práticas existentes no país em termos de centros de investigação que fazem a ligação entre empresas e universidades, albergando empresas nascentes de base tecnológica, devem ser alargadas. Adicionalmente, o empenho das organizações setoriais na difusão das tecnologias entre empresas e na transposição de tecnologias entre setores, bem como o papel da gestão empresarial em termos de valorização da inovação como forma de adquirir vantagens competitivas em termos internacionais, merecem ser reforçados.

Gráfico C5.4 • Dimensões do *European Innovation Scoreboard* | Valores face à média da UE e evolução entre 2011 e 2018 (índice: UE em 2011=100)



Fonte: *European Innovation Scoreboard*.

Caixa 6 • Qual o grau de digitalização da economia portuguesa?

A digitalização pode ser entendida como o processo de integração progressiva das tecnologias digitais nas sociedades, com efeitos na vida quotidiana dos cidadãos e das empresas. Do ponto de vista económico, a transformação digital pode ser encarada como um choque tecnológico ou de oferta com impacto em diversas dimensões como a competitividade, a produtividade e o emprego. A importância da digitalização das sociedades tem sido bem ilustrada pelo atual contexto excecional de crise pandémica, em que as tecnologias digitais têm assumido um papel fulcral. De acordo com o indicador apresentado nesta caixa, Portugal ocupava em 2019 o 19.º lugar entre os 28 países da União Europeia (UE) relativamente ao grau de digitalização da sociedade.

Existe um consenso alargado de que as tecnologias digitais se tornarão cada vez mais importantes para os processos de produção no futuro. Estas tecnologias assumirão igualmente um papel central na forma como as empresas se irão relacionar entre si e com os seus consumidores finais. Neste quadro, é expetável que a competitividade internacional das empresas dependa crescentemente da rapidez com que as tecnologias digitais sejam absorvidas pelos processos produtivos.

Nesta caixa é analisado o grau de digitalização da economia portuguesa, tendo por base o Índice de Digitalização da Economia e da Sociedade (*Digital Economy and Society Index – DESI*) calculado pela Comissão Europeia.

O DESI começou a ser calculado em 2014, com base na informação disponível até 2013, sendo um índice compósito que agrega um conjunto de indicadores considerados importantes para a aferição do grau de digitalização de um país. Para além da avaliação do posicionamento relativo de cada país ao nível do respetivo grau de digitalização, tendo por base o valor do DESI e das suas subcomponentes, o índice permite igualmente identificar as áreas onde a margem de melhoria é maior, assim como acompanhar a evolução dos progressos neste domínio ao longo do tempo, aproveitando a frequência anual do indicador.

O DESI é um indicador compósito que agrega cinco grandes dimensões (subíndices) com ponderações distintas: (i) a **Conetividade**, com um peso de 25% no indicador compósito e que abrange, entre outros indicadores, o nível de cobertura da banda larga fixa e móvel e a percentagem de subscritores; (ii) o **Capital Humano**, com um ponderador de 25%, que inclui a percentagem da população com escolaridade superior nas áreas das tecnologias de informação e comunicação, assim como a percentagem de utilizadores da internet; (iii) o **Uso da Internet**, com um ponderador de 15%, que abrange, por exemplo, a percentagem da população que subscreve jornais em rede, que faz compras na internet ou que usa a internet para aceder a serviços bancários; (iv) a **Integração de Tecnologias Digitais**, com um ponderador de 20%, que inclui o grau de integração das tecnologias mais recentes nas empresas ou a importância dos negócios realizados em rede; (v) e, finalmente, a **Digitalização dos Serviços Públicos**, com um peso de 15%, que engloba a avaliação da qualidade de vários serviços públicos disponibilizados em rede.

Para cada país, os valores de cada indicador são calculados com base num procedimento de normalização que consiste em dividir a respetiva diferença face ao mínimo da amostra de todos os países pela diferença entre o máximo e o mínimo da amostra. Seguindo um esquema de ponderação que atribui pesos diferenciados a cada indicador, estes valores normalizados são posteriormente agregados nas cinco dimensões acima referidas para finalmente darem origem ao DESI. Neste contexto, o valor do DESI não é suscetível de ser interpretado autonomamente, permitindo apenas aferir a posição relativa de cada país no índice geral e nos diversos subíndices e indicadores.

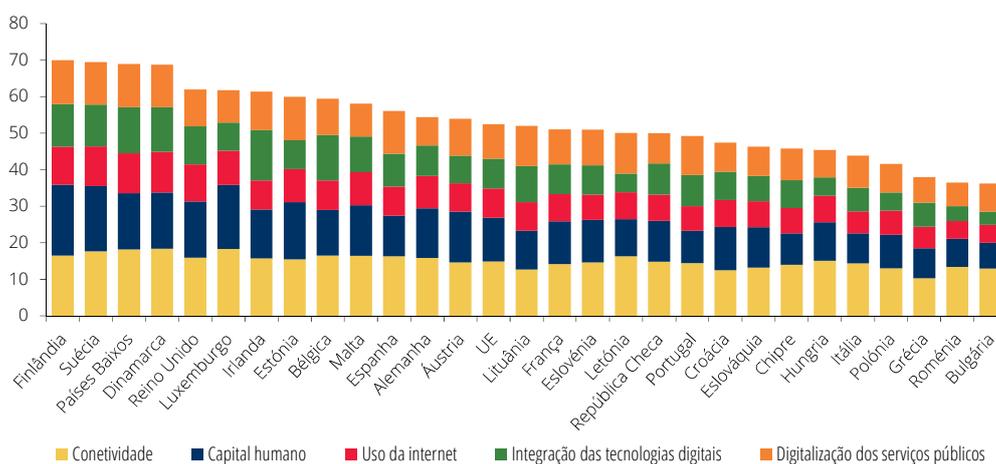
Em 2019, Portugal ocupava o 19.º lugar entre os 28 países da UE ao nível do grau de digitalização da economia e da sociedade (Gráfico C6.1). Esta classificação era liderada pela Finlândia, seguida pela Suécia e Países Baixos. Em comparação com 2014, a posição de Portugal deteriorou-se um lugar nesta classificação, refletindo a descida da respetiva posição em três dimensões

(conetividade, uso da internet e digitalização dos serviços públicos) e a melhoria nas restantes duas (integração das tecnologias digitais e capital humano).

A deterioração mais significativa na classificação ocorreu ao nível da conetividade (de 13.º para 18.º lugar), apesar dos progressos registados no período recente nas taxas de utilização dos serviços de banda larga ultrarrápida fixa e móvel (Gráfico C6.2). Com efeito, Portugal ocupava o 2.º lugar ao nível da percentagem de adesões à banda larga ultrarrápida em 2019. Observou-se igualmente uma descida na dimensão da Digitalização dos Serviços Públicos, área onde, ainda assim, Portugal continua a ter o melhor desempenho relativo, ocupando o 9.º lugar entre os 28 países da UE. De facto, Portugal continua a ser um dos países onde a percentagem de utilizadores de serviços em rede da administração pública é maior. Verificou-se ainda uma descida ligeira na classificação na dimensão de Uso da Internet. Nesta área, há a destacar que em Portugal a percentagem de pessoas que nunca utilizou a internet é o dobro da observada em média na UE, enquanto a percentagem de pessoas que utiliza a internet pelo menos uma vez por semana é ainda relativamente reduzida.

Em sentido contrário, Portugal registou progressos ao nível da integração das tecnologias digitais e no capital humano. Em 2019, Portugal ocupava o 11.º lugar na dimensão de Integração de Tecnologias Digitais (15.º em 2014), com uma pontuação acima da média da UE. Os progressos mais evidentes têm sido registados ao nível do volume de negócios do comércio eletrónico, embora esta melhoria se observe sobretudo nas empresas de maior dimensão. Finalmente, na dimensão de Capital Humano, a área onde a par do Uso da Internet Portugal regista a pior classificação (23.º lugar), observou-se uma subida de dois lugares em relação a 2014. Neste contexto, é de destacar que, apesar do progresso, uma percentagem elevada da população portuguesa ainda carece de competências digitais. Este facto tenderá a atenuar-se com o envelhecimento das gerações atualmente jovens, mas apenas muito gradualmente. Simultaneamente, a percentagem de profissionais com competências especializadas em tecnologias de informação e comunicação é também inferior à média da UE.⁴²

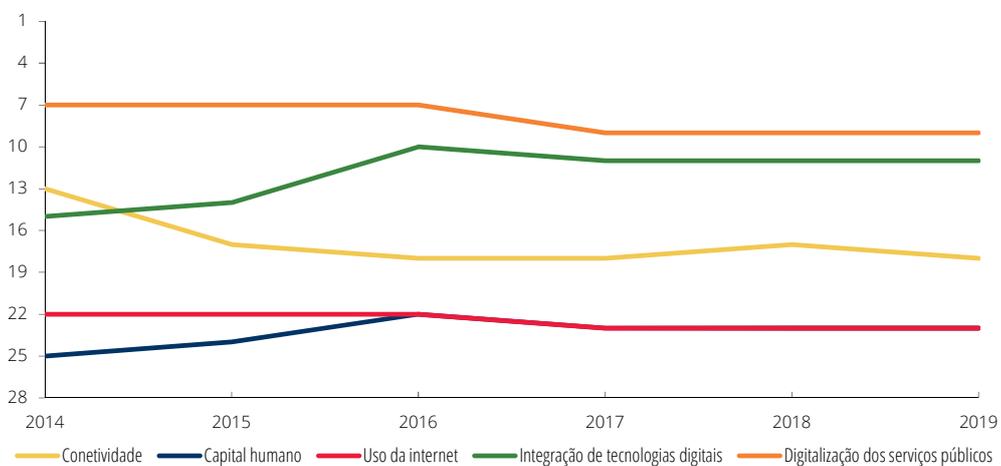
Gráfico C6.1 • Índice de Digitalização da Economia e da Sociedade em 2019 nos 28 países da União Europeia | Em percentagem



Fonte: Comissão Europeia.

42. Em 2017, último ano para o qual existe informação disponível para a totalidade dos países da UE, 50% da população portuguesa carecia de competências digitais básicas e cerca de 30% não tinha qualquer competência digital, sendo a média da UE nestes indicadores de 43% e 17%, respetivamente. A percentagem de profissionais com competências especializadas em tecnologias de informação e comunicação em 2017 era de 2,2%, o que compara com 3,7% na média da UE.

Gráfico C6.2 • Evolução da classificação de Portugal nas cinco dimensões do Índice de Digitalização da Economia e da Sociedade (2014-2019) | Posição face aos 28 países da União Europeia



Fonte: Comissão Europeia.

6 Procura

⋮ A desaceleração da atividade económica em 2019 deveu-se
⋮ essencialmente ao menor contributo das exportações

Em 2019, o PIB real cresceu 2,2%, o que representa uma desaceleração de 0,4 pp face a 2018 (Quadro I.6.1). A decomposição do crescimento, tendo em conta contributos líquidos de importações, mostra que esta desaceleração do PIB se deveu essencialmente ao menor contributo das exportações (-0,4 pp) – num contexto de abrandamento do comércio mundial e da procura externa dirigida aos exportadores nacionais – e, em menor grau, da procura interna (-0,1 pp), refletindo em particular a desaceleração do consumo privado (Gráfico I.6.1).

Em termos intra-anuais, o crescimento da atividade económica foi relativamente similar nos dois semestres. Apesar de acelerar em termos médios anuais, o investimento apresentou uma trajetória de abrandamento ao longo do ano mas esta evolução foi compensada por um maior dinamismo das exportações no último semestre.

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

	% PIB em 2018	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga			
		2017	2018	2019	2018 S1	2018 S2	2019 S1	2019 S2
PIB	100,0	3,5	2,6	2,2	2,8	2,5	2,2	2,1
Procura interna	99,6	3,3	3,1	2,8	3,0	3,3	3,4	2,2
Consumo privado	64,6	2,1	2,9	2,2	2,7	3,1	2,2	2,3
Consumo público	16,9	0,2	0,9	1,1	0,9	0,9	0,9	1,2
Investimento	18,1	11,9	6,2	6,3	6,2	6,3	10,2	2,7
FBCF	17,5	11,5	5,8	6,3	6,2	5,5	8,7	3,9
Variação de existências ^(a)	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,2
Exportações	43,7	8,4	4,5	3,7	6,5	2,5	3,2	4,2
Importações	43,3	8,1	5,7	5,2	7,1	4,4	6,0	4,5
Contributo da procura interna líquida de importações ^(b)		1,6	1,6	1,5	1,4	1,8	1,7	1,4
Contributo das exportações líquidas de importações ^(b)		1,9	1,0	0,6	1,4	0,7	0,5	0,7
Por memória:								
PIB – taxa de variação em cadeia					1,4	1,1	1,1	0,9
Procura interna (exc. variação de existências)	99,0	3,2	3,0	2,7	3,0	3,1	3,1	2,4
PIB – Área do euro		2,7	1,9	1,2	2,4	1,4	1,3	1,2

Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Inclui aquisições líquidas de cessões de objetos de valor (ACOV) e está expresso em 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.

Tal como na área do euro, o abrandamento da atividade económica em Portugal deveu-se em larga medida à evolução do comércio externo (Capítulo 2). Todavia, o crescimento dos principais agregados da despesa em Portugal superou o observado na área do euro com exceção do

consumo público. Destaca-se a evolução do investimento em Portugal, que cresceu mais 3,1 pp, enquanto o crescimento do consumo privado se situou 0,9 pp acima do verificado na área do euro. As exportações e as importações também cresceram a uma taxa mais elevada em Portugal (1,2 pp e 1,4 pp, respetivamente).

Gráfico I.6.1 • Contributos líquidos de importações para a taxa de crescimento do PIB
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

⋮ A desaceleração no consumo privado foi determinada pela componente automóvel

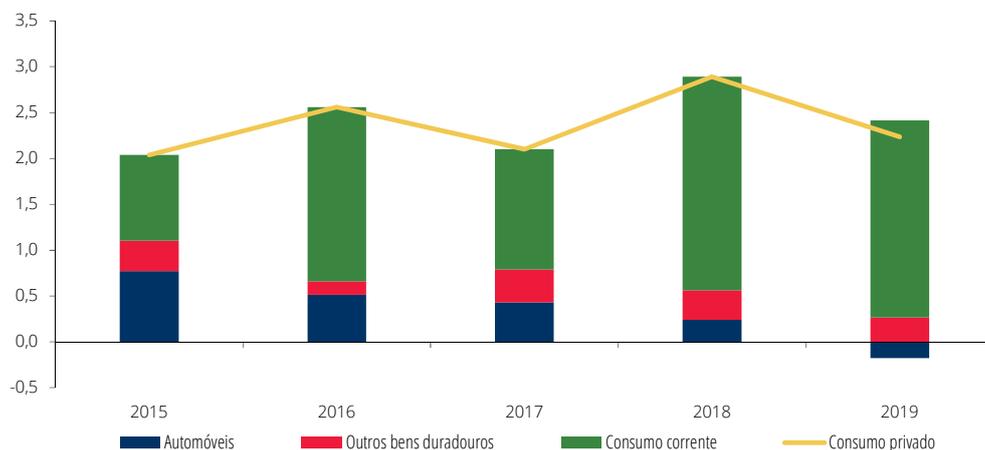
O consumo privado cresceu 2,2% em 2019, aproximando-se da taxa de crescimento do PIB. Este valor correspondeu a uma desaceleração de 0,7 pp face ao observado no ano anterior. O abrandamento do consumo privado ocorreu num contexto de diminuição da confiança dos consumidores, que permaneceu contudo acima da respetiva média histórica. Esta diminuição refletiu principalmente uma avaliação menos positiva da questão relativa à situação económica geral nos próximos 12 meses.

A desaceleração do consumo privado foi acompanhada por uma desaceleração do rendimento disponível real, mantendo-se a taxa de poupança em 6,7% (para uma análise da propensão a consumir em Portugal e na área do euro com base em dados de inquérito, ver Caixa 7 “Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito” deste boletim). Esta evolução, conjugada com a manutenção do dinamismo do investimento residencial, implicou uma nova redução da capacidade líquida de financiamento das famílias. As remunerações totais recebidas pelas famílias cresceram a um ritmo menor em 2019 (4,5%, compara com 5,4% em 2018), o que se deveu à desaceleração do emprego. As remunerações por trabalhador cresceram a um ritmo superior, mas relativamente próximo do observado no ano anterior (Capítulo 5).

A desaceleração do consumo privado deveu-se essencialmente à componente de automóveis, que caiu 3,6%, após seis anos em que o crescimento foi bastante superior ao do total do consumo privado (em termos acumulados, a despesa de consumo neste tipo de bens aumentou mais de 85% desde 2013). Esta queda poderá ter estado associada à incerteza quanto à tecnologia preva- lecente no futuro do mercado automóvel, ao enquadramento tributário do mesmo e à expansão de novos serviços e soluções de mobilidade.

A despesa de consumo noutras bens duradouros também desacelerou em 2019, mas manteve um dinamismo superior ao do total de consumo (5,8%, após 7,3% em 2018). O consumo corrente cresceu 2,4%, menos 0,2 pp do que em 2018.

Gráfico I.6.2 • Contributos para a taxa de crescimento do consumo | Em percentagem e pontos percentuais

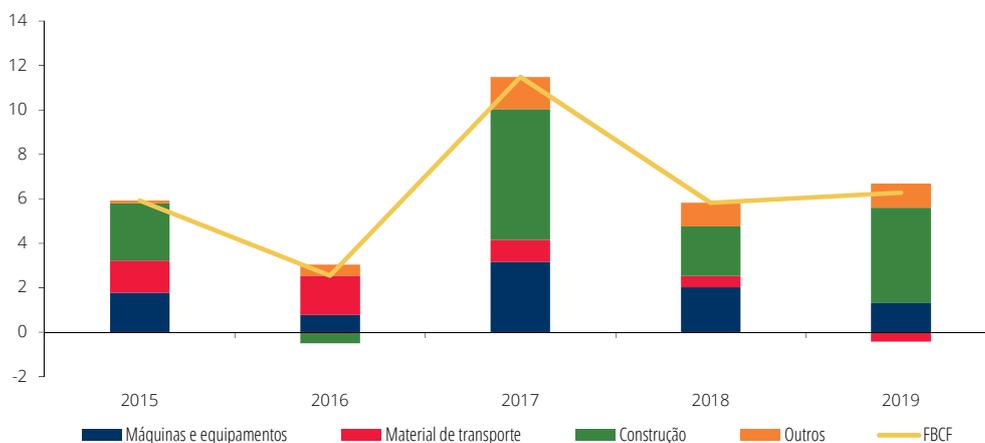


Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

... O investimento acelerou ligeiramente, refletindo o dinamismo da componente de construção

O investimento acelerou 0,1 pp para uma taxa de crescimento anual de 6,3%, sendo a componente da despesa que mais cresceu em 2019 e a única que registou uma aceleração, ainda que ténue. O crescimento do investimento reflete o comportamento da FBCF, que cresceu 6,3% (5,8% em 2018) (Gráfico I.6.3). A variação de existências teve um contributo nulo para o crescimento do PIB.

Gráfico I.6.3 • Contributos para a taxa de crescimento da FBCF | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Este agregado da despesa apresentou um perfil de desaceleração ao longo de 2019, que foi de uma forma geral extensível às diversas componentes. O contexto de incerteza global associada às tensões protecionistas e o abrandamento do comércio mundial ao longo do ano terão condicionado as decisões de investimento, em particular do setor industrial, e podem ajudar a explicar o perfil intra-anual de desaceleração desta componente da despesa (Caixa 3 “A dualidade indústria-serviços: Portugal no contexto das economias avançadas” deste boletim).

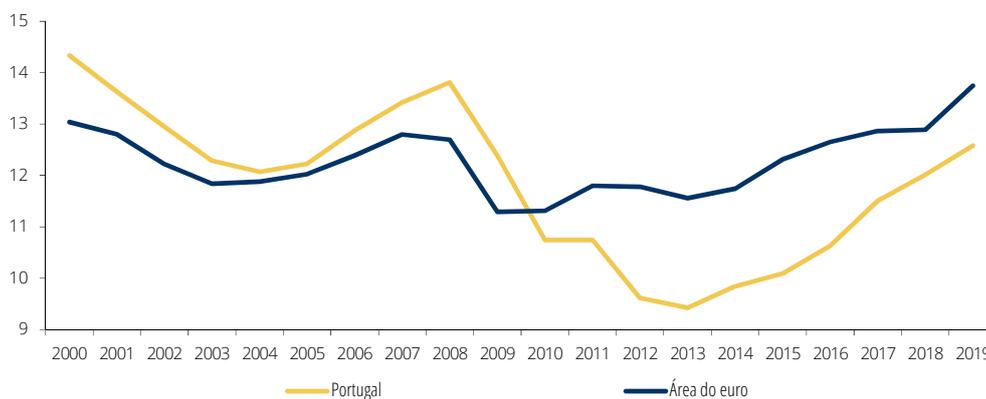
No conjunto do ano, a aceleração da FBCF foi sustentada pelo comportamento da FBCF em construção, que registou uma variação anual de 8,9% (após 4,6% em 2018). Este dinamismo refletiu o forte aumento do investimento público (Capítulo 4) e algumas grandes obras em curso, que beneficiaram, em ambos os casos, de cofinanciamento comunitário.⁴³ Em 2019, observou-se um aumento de 40% no valor dos concursos públicos, após uma ligeira queda em 2018. O crescimento do investimento residencial também se terá mantido sustentado.

A FBCF em máquinas e equipamentos cresceu 5,2% em 2019, perdendo dinamismo face a 2018 (crescimento de 8,2%) e ao longo do ano. A desaceleração esteve associada a um efeito base, ou seja, terá sido influenciada pela conclusão de projetos de investimento de grande dimensão de algumas empresas, em particular do setor automóvel, em 2018.

Por fim, a FBCF em material de transporte reduziu-se face ao ano anterior (-4,6%, que compara com um aumento de 5,6% em 2018 e um crescimento médio anual de cerca de 20% no período 2013-2017). Esta queda foi concentrada no segundo semestre do ano e, para além da redução de compras de veículos automóveis comerciais, refletiu um efeito base associado a aquisições de aviões no ano anterior.

Por setor institucional, a aceleração da FBCF deveu-se ao maior investimento empresarial, que cresceu 6,9%, após 5,9% em 2018. A manutenção do dinamismo desta componente do investimento no conjunto do ano está associada a condições de financiamento que permaneceram favoráveis (Capítulo 3) e à necessidade de recuperação e renovação do *stock* de capital, após um longo período de retração do investimento. Assim, a formação bruta de capital fixo empresarial em percentagem do PIB em Portugal em 2019 continuou a aumentar, o que prolonga uma tendência que se verifica desde 2014, no entanto, permanece abaixo dos níveis observados na área do euro (Gráfico I.6.4).

Gráfico I.6.4 • Formação bruta de capital fixo das empresas financeiras e não-financeiras
| Em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat.

43. Para mais detalhes, ver Caixa 2 “Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva”, *Boletim Económico* de março de 2019.

Por sua vez, a FBCF privada residencial manteve um crescimento robusto (5,5%, menos 0,6 pp do que em 2018). O investimento das famílias em habitação continuou a ser impulsionado pela situação benigna do mercado de trabalho (Capítulo 5) e pelas condições favoráveis de financiamento (Capítulo 3). Adicionalmente, a procura por parte de não residentes e para atividades relacionadas com o turismo terá mantido um contributo positivo para a evolução desta componente da FBCF. Os preços dos imóveis para habitação continuaram a apresentar um crescimento elevado, em particular em alguns segmentos e áreas geográficas.

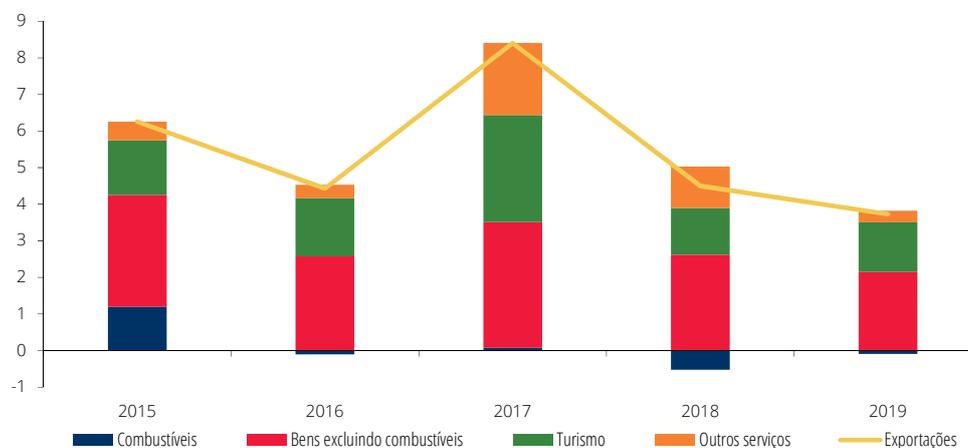
A FBCF pública desacelerou pelo segundo ano consecutivo, tendo crescido 2,9%, após 4,9% em 2018 (Capítulo 4).

As trocas comerciais com o exterior apresentaram-se menos dinâmicas, em particular as exportações

Os fluxos de bens e serviços com o exterior apresentaram uma desaceleração em 2019, em particular as exportações, num contexto de menor crescimento do comércio mundial (Capítulo 2).

As exportações reais de bens e serviços cresceram 3,7% em 2019, 0,8 pp abaixo do registado no ano anterior (Gráfico I.6.5). Para esta evolução contribuiu a desaceleração da procura externa dirigida aos exportadores portugueses, que cresceu 2,0% após 3,4% em 2018.

Gráfico I.6.5 • Contributos para a taxa de crescimento das exportações de bens e serviços
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Ao nível das exportações de bens, o crescimento real manteve-se em 3,3%. Por um lado, observou-se uma redução menos acentuada do volume das exportações de bens energéticos e, por outro, as exportações de outros bens registaram um menor crescimento.

Utilizando informação em termos nominais do comércio internacional de bens⁴⁴, a desaceleração da componente não energética das exportações de bens deve-se ao menor contributo das

44. São retirados os aviões em regime de *leasing* porque apenas afetam as estatísticas de comércio internacional de bens, sendo excluídos dos fluxos de bens das Contas Nacionais e da balança de pagamentos. Esta exclusão deve-se à não transferência de propriedade subjacente ao regime de *leasing*.

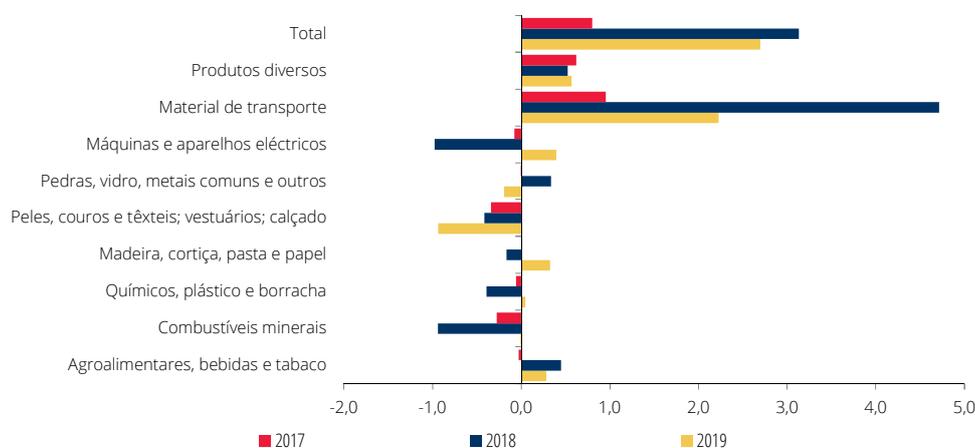
componentes de automóveis e bens intermédios. As exportações de automóveis mantiveram uma taxa de crescimento muito expressiva em 2019 (21,8%), mas muito abaixo do observado em 2018 (59,9%). Já as exportações de bens intermédios desaceleraram de 4,1% para 1,5%.

As exportações de serviços desaceleraram 2,2 pp, para 4,5%. Enquanto as exportações de turismo mantiveram um crescimento robusto (7,6%), as exportações de outros serviços registaram uma desaceleração. De acordo com os dados nominais da balança de pagamentos, a rubrica de serviços de transporte, de onde se destacam os serviços de transporte aéreo de passageiros, foi a que mais contribuiu para esta desaceleração.

A evolução das exportações totais de bens e serviços traduziu-se num novo ganho de quota de mercado em 2019, superior ao verificado no ano anterior (1,7 pp que compara com 1,1 pp).

A informação que permite calcular a quota de mercado das exportações em termos reais apenas se encontra disponível em termos agregados. Com base na análise de informação mais detalhada a nível setorial (apenas disponível em termos nominais e para os mercados da UE), conclui-se que o ganho de quota das exportações de bens em 2019 esteve muito associado ao setor automóvel – tal como nos dois anos anteriores, o que decorre do impacto de aumentos da capacidade produtiva em grandes empresas do setor – mas resultou também do desempenho dos setores de máquinas e aparelhos elétricos e de produtos diversos (Gráfico I.6.6). Ao nível das exportações de turismo, continuou a observar-se um ganho de quota, mas inferior ao observado em 2017 e 2018.

Gráfico I.6.6 • Contributo dos grupos de produtos para a variação da quota de mercado das exportações nominais de bens nos mercados da UE | Em pontos percentuais

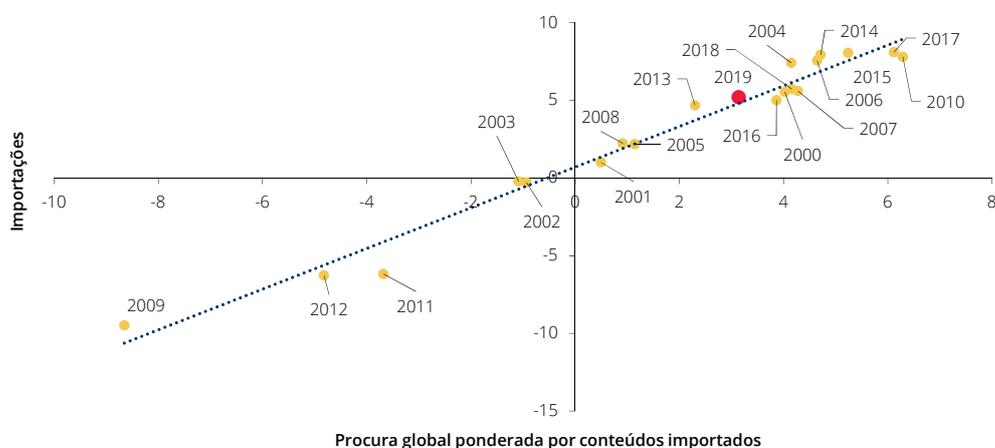


Fontes: CPB e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Para mais detalhes acerca da metodologia de cálculo dos contributos para quota de mercado das exportações, consultar a Caixa 3 “Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas” do *Boletim Económico* de junho de 2018.

A desaceleração das importações de bens e serviços foi menos acentuada do que no caso das exportações, tendo aumentado 5,2% em 2019 (5,7% no ano anterior). Esta evolução das compras de bens e serviços ao exterior está em linha com a elasticidade histórica face à procura global ponderada por conteúdos importados (Gráfico I.6.7).

O abrandamento das importações deveu-se à componente de bens, que desacelerou 1,3 pp e apresentou um crescimento de 4,4%, enquanto as importações de serviços aceleraram 2,8 pp, para 9,1%. As importações reais de bens não energéticos desaceleraram, para 4,6%, enquanto as importações reais de bens energéticos aceleraram, para 1,4%.

Gráfico I.6.7 • Importações e procura global ponderada por conteúdos importados | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

De acordo com os dados nominais de comércio internacional⁴⁴, a desaceleração das importações de bens não energéticos concentrou-se essencialmente na componente de bens intermédios, que cresceu 1,4% em 2019, após 8,5% em 2018. Também o material de transporte contribuiu para a desaceleração das importações de bens. Os restantes bens de equipamento, no entanto, contribuíram fortemente para o crescimento das importações, com uma variação de 23,0% após 8,8% no ano anterior.

No caso das importações reais de serviços, a aceleração foi comum às importações de turismo (de 9,9% para 13,5%) e às importações de outros serviços (de 5,2% para 7,8%).

Caixa 7 • Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito

O consumo privado representa na maioria dos países mais de metade do PIB. Assim, o conhecimento de como o consumo das famílias reage a alterações de rendimento (propensão a consumir) é crucial para compreender o impacto macroeconómico de choques ou de alterações de políticas que afetam o rendimento das famílias. Um dos métodos para se estimar a propensão a consumir é perguntar diretamente às famílias qual seria a sua reação perante um aumento do rendimento.⁴⁵ Com este objetivo, no questionário de 2017 do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF) incluiu-se a seguinte pergunta: Imagine que recebe um prémio da lotaria igual ao rendimento mensal do seu agregado. Que percentagem desse rendimento é que gastava em compras de bens e serviços nos 12 meses seguintes? E que percentagem é que poupava, investia, ou usava para pagar dívidas? Esta questão fez igualmente parte dos inquéritos da maioria dos restantes países da área do euro que fazem parte do projeto *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS) nas edições de 2017. Esta caixa analisa os dados recolhidos com esta pergunta.

O valor da propensão a consumir depende da natureza do choque, assim como das características dos consumidores. Relativamente à natureza do choque, a teoria económica e a evidência empírica sugerem que a reação do consumo depende do choque ser permanente ou temporário, antecipado ou não antecipado, envolver um aumento ou uma redução do rendimento, da magnitude dessa variação e do horizonte considerado para medir a reação do consumo. Os dados de inquérito analisados nesta caixa permitem apenas avaliar a reação do consumo nos 12 meses seguintes a um choque positivo, temporário e não antecipado, com uma magnitude considerável dado ser equivalente a um mês de rendimento. Adicionalmente, é importante ter em conta que as respostas das famílias referem-se ao seu consumo total, enquanto em alguns modelos económicos a propensão a consumir se refere apenas a consumo de bens não duradouros, uma vez que os bens duradouros não são modelizados ou são vistos como investimento.

Relativamente às características dos consumidores, a evidência empírica aponta, em geral, para que famílias com poucos recursos financeiros, que gastam tudo o que recebem em cada período e que dispõem de poucos ativos com elevado grau de liquidez, tenham uma propensão a consumir, na sequência de choques temporários inesperados, mais elevada do que famílias com uma situação financeira mais sólida. Muitos destes estudos concluem que a correlação entre os recursos financeiros com maior liquidez e a propensão a consumir é mais importante do que a correlação da propensão a consumir com outras características das famílias. Em termos teóricos, a relação positiva entre a propensão a consumir e os recursos das famílias é prevista, por exemplo, em modelos em que as famílias enfrentam incerteza e, como tal, poupam por motivo precaução, ou em que as famílias enfrentam restrições de liquidez.

O ISFF/HFCS permite avaliar para os diferentes países da área do euro a relação da propensão a consumir com os recursos que as famílias têm para fazerem face às suas despesas. Com esse objetivo, as famílias foram agrupadas consoante os seus recursos financeiros em categorias que dependem da sua capacidade para suportar um mês de despesas, com base no seu rendimento ou na sua riqueza. Nesta classificação levou-se em conta dois tipos de riqueza: a riqueza total, ou seja a soma dos ativos reais com os ativos financeiros deduzida do valor total da dívida; e a riqueza disponível no curto prazo, a qual foi medida pela diferença entre o valor dos depósitos e das dívidas

45. Para um resumo dos diferentes métodos utilizados na literatura para estimar a propensão a consumir veja-se Jappelli, T. e L. Pistaferri (2010). "The Consumption Response to Income Changes", *NBER Working Paper* No. 15739.

associadas a cartões de crédito e a linhas de crédito. Considerou-se que uma família enfrenta uma situação de “recursos disponíveis escassos” (*hand-to-mouth* na designação em inglês habitualmente utilizada na literatura) quando tem rendimento inferior ou igual às despesas regulares⁴⁶ e não tem riqueza disponível no curto prazo para suportar um mês de consumo de bens não duradouros e serviços. Estas famílias foram ainda desagregadas em dois grupos: “Recursos disponíveis escassos e riqueza baixa” e “Recursos disponíveis escassos mas têm riqueza” – consoante tenham ou não um nível de riqueza total que lhes permita suportar um mês de consumo de bens não duradouros e serviços. As restantes famílias (ou seja, aquelas que têm “Recursos disponíveis suficientes”) foram igualmente desagregadas em dois grupos: “Recursos disponíveis suficientes mas não poupam” e “Recursos disponíveis suficientes e poupam”. As primeiras correspondem a famílias com rendimento inferior ou igual às despesas regulares, mas que têm ativos financeiros dos quais podem facilmente dispor no curto prazo para suportar um mês de consumo de bens não duradouros e serviços. As segundas correspondem às famílias com rendimento superior às despesas regulares. De forma sucinta, representando o rendimento, a despesa total, o consumo de bens não duradouros e serviços, a riqueza total e a riqueza disponível no curto prazo, respetivamente, por y , d , c , r e rf , foram definidos os seguintes quatro grupos de famílias:

- Recursos disponíveis escassos e riqueza baixa: $y \leq d$ e $rf < c$ e $r < c$
- Recursos disponíveis escassos mas têm riqueza: $y \leq d$ e $rf < c$ e $r \geq c$
- Recursos disponíveis suficientes mas não poupam: $y \leq d$ e $rf \geq c$
- Recursos disponíveis suficientes e poupam: $y > d$

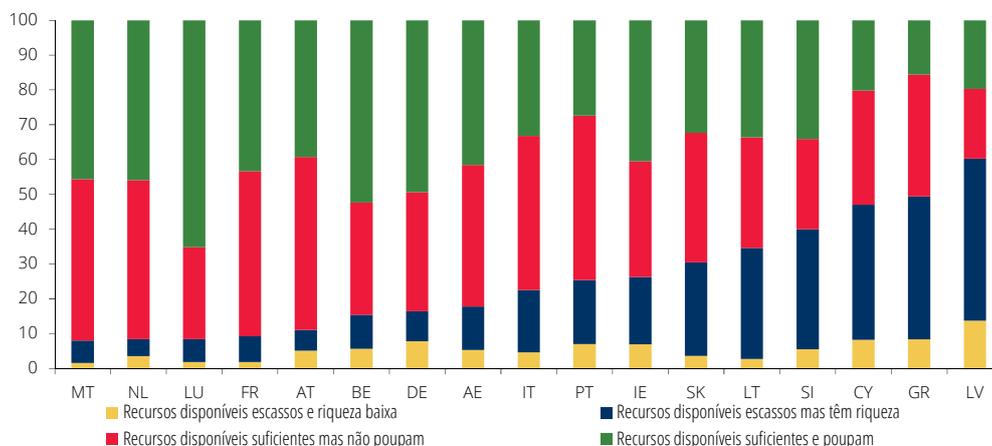
O Gráfico C7.1 inclui, para a área do euro e para cada um dos países em que estes dados estão disponíveis, a composição das famílias nos quatro grupos. Os países estão ordenados por ordem crescente da percentagem de famílias com recursos disponíveis escassos, quer tenham riqueza baixa quer a tenham elevada. Em Portugal esta percentagem é de 25%, o que traduz um valor mais elevado do que no conjunto das famílias da área do euro (18%). De entre as famílias com recursos disponíveis suficientes, em Portugal a maioria corresponde a famílias que não poupam, ou seja, têm rendimento inferior ou igual às despesas regulares, enquanto na média da área do euro a percentagem das famílias que não poupa é idêntica à percentagem de famílias que poupa.

O Gráfico C7.2 inclui os valores médios da propensão a consumir. Neste gráfico os países têm a mesma ordenação do que no gráfico anterior. Uma primeira observação é que, em geral, os países com uma maior percentagem de famílias com recursos financeiros escassos são também aqueles em que a propensão a consumir média no conjunto das famílias tende a ser mais elevada.⁴⁷ Os dados para Portugal são contudo uma exceção a este padrão de comportamento. De facto, embora a percentagem de famílias com recursos escassos seja em Portugal superior à média da área do euro, a propensão a consumir é reduzida quando comparada com os restantes países. Para esta situação poderá contribuir o facto de em Portugal uma percentagem elevada de famílias ter dívida e de o serviço da dívida ter um peso elevado no rendimento das famílias. Em Portugal, em média, as famílias declararam que nos 12 meses seguintes a receberem um prémio de lotaria equivalente ao seu rendimento mensal gastariam 33% desse prémio em consumo, o que se situa num valor mínimo de entre os restantes países e contrasta com um valor médio de 47% na área do euro.

46. Para avaliar a relação entre o rendimento e as despesas regulares utilizaram-se os dados de uma pergunta qualitativa do ISFF/HFCS em que as famílias reportam se as despesas regulares, ao longo dos últimos 12 meses, foram superiores, semelhantes ou inferiores ao rendimento.

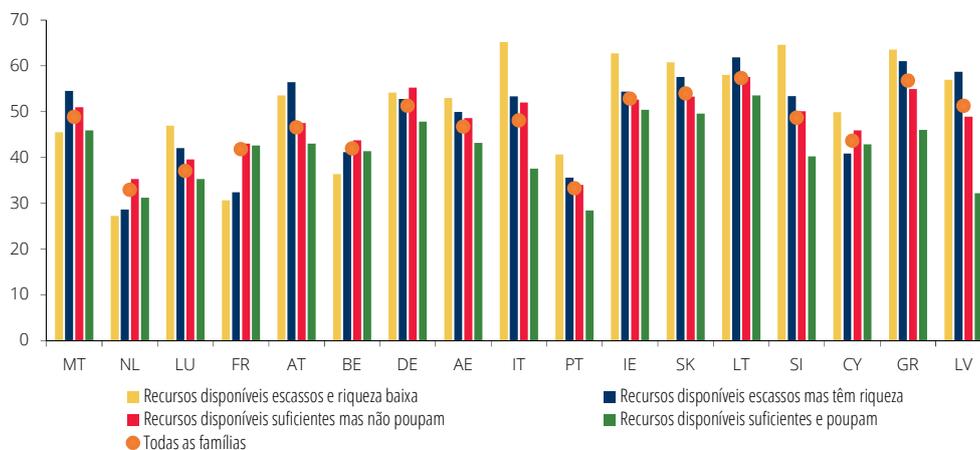
47. De facto o coeficiente de Spearman, ou seja, a correlação linear da ordem de cada país para as duas variáveis, tem um valor positivo e relativamente elevado (58%).

Gráfico C7.1 • Composição das famílias por grupos de recursos disponíveis | Em percentagem



Fonte: ISFF/HFCS (2017). | Nota: Países ordenados por ordem crescente da percentagem de famílias com recursos disponíveis escassos. O agregado da área do euro não inclui a Espanha, a Estónia e a Finlândia. Em Espanha os dados do HFCS não estavam disponíveis à data de realização desta caixa e na Estónia e na Finlândia a pergunta relativa à propensão a consumir não foi incluída nos inquéritos nacionais. A correspondência países-síglas é a seguinte: Alemanha (DE), Áustria (AT), Bélgica (BE), Chipre (CY), Eslováquia (SK), Eslovénia (SI), França (FR), Grécia (GR), Países Baixos (NL), Irlanda (IE), Itália (IT), Letónia (LV), Lituânia (LT), Luxemburgo (LU), Malta (MT) e Portugal (PT). A sigla AE representa a área do euro.

Gráfico C7.2 • Propensão a consumir | Valores médios, em percentagem



Fonte: ISFF/HFCS (2017). | Nota: Países ordenados por ordem crescente da percentagem de famílias com recursos disponíveis escassos. O agregado da área do euro não inclui a Espanha, a Estónia e a Finlândia. Em Espanha os dados do HFCS não estavam disponíveis à data de realização desta caixa e na Estónia e na Finlândia a pergunta relativa à propensão a consumir não foi incluída nos inquéritos nacionais. A correspondência países-síglas é a seguinte: Alemanha (DE), Áustria (AT), Bélgica (BE), Chipre (CY), Eslováquia (SK), Eslovénia (SI), França (FR), Grécia (GR), Países Baixos (NL), Irlanda (IE), Itália (IT), Letónia (LV), Lituânia (LT), Luxemburgo (LU), Malta (MT) e Portugal (PT). A sigla AE representa a área do euro.

Quando se analisam os dados para as famílias portuguesas por grupos de recursos disponíveis, os resultados confirmam que as famílias com menores recursos disponíveis são aquelas que teriam uma reação maior do seu consumo após um choque temporário no rendimento. Em Portugal, a propensão a consumir reduz-se de 41% nas famílias com “Recursos disponíveis escassos e riqueza baixa” para 28% nas famílias com “Recursos disponíveis suficientes e poupam”. Esta correlação positiva entre a escassez de recursos e a propensão a consumir verifica-se em todos os países analisados com exceção da Bélgica, França e Países Baixos. No conjunto das famílias da área do

euro, a propensão a consumir reduz-se de 53% nas famílias com “Recursos disponíveis escassos e riqueza baixa” para 43% nas famílias com “Recursos disponíveis suficientes e poupam”.

Em suma, e tal como referido atrás, os resultados apresentados dependem crucialmente das hipóteses consideradas na formulação da questão incluída no ISFF/HFCS. Desta forma, não deverão ser extrapolados para outros contextos em que possam estar em causa choques de rendimento com uma natureza diferente.⁴⁸ Ainda assim, importa destacar que na maior parte dos países da área do euro, as respostas das famílias quanto à reação do seu consumo nos 12 meses seguintes a terem recebido um prémio de lotaria equivalente a um mês de rendimento estão em linha com os resultados da literatura económica, uma vez que identificam uma correlação positiva entre a escassez de recursos disponíveis para fazer face às despesas regulares e a propensão a consumir. Adicionalmente, a média da propensão a consumir em Portugal, medida com base nestas respostas, situa-se em 33%, variando entre cerca de 40% para as famílias com menos recursos disponíveis e menos de 30% para as famílias com mais recursos disponíveis.

48. Em geral a evidência aponta para que a propensão a consumir seja mais elevada no caso de choques permanentes do que temporários (Jappelli e Pistaferri, 2010). Adicionalmente alguns resultados empíricos apontam para que a propensão a consumir seja mais elevada no caso de choques temporários negativos do que no caso de choques positivos (veja-se A. Fuster, G. Kaplan e B. Zafar (2018), “What Would You Do with \$500? Spending Responses to Gains, Losses, News, and Loans”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 483.)

7 Preços

A taxa de inflação reduziu-se em 2019, atingindo níveis particularmente baixos

A taxa de inflação em Portugal, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), foi de 0,3% em 2019, o que representa uma redução de 0,9 pp face ao ano anterior (Quadro I.7.1).

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

	Pesos 2019	Taxa de variação anual			Taxas de variação homóloga			
		2017	2018	2019	19 T1	19 T2	19 T3	19 T4
Total	100,0	1,6	1,2	0,3	0,8	0,6	-0,3	0,2
Bens	57,2	0,9	0,5	-0,3	0,2	-0,1	-0,8	-0,5
Alimentares	23,0	1,7	1,0	0,6	1,2	0,4	0,3	0,5
Não transformados	6,2	2,2	1,3	0,2	1,7	-0,7	-0,6	0,4
Transformados	16,8	1,6	0,8	0,7	0,9	0,8	0,6	0,5
Industriais	34,3	0,3	0,2	-0,9	-0,4	-0,4	-1,4	-1,2
Não energéticos	26,5	-0,8	-1,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8
Energéticos	7,8	3,7	4,8	-1,7	-0,5	-0,4	-3,3	-2,5
Serviços	42,8	2,5	2,1	1,1	1,5	1,6	0,2	1,1
<i>Por memória:</i>								
Total excluindo energéticos	92,2	1,4	0,9	0,5	0,9	0,7	-0,1	0,4
Total excluindo alimentares e energéticos	69,3	1,2	0,8	0,4	0,8	0,8	-0,2	0,4
Total excluindo alimentares, energéticos e componentes voláteis associadas com o turismo	64,7	0,6	0,4	0,5	0,9	0,6	0,4	0,3
Total excluindo preços administrados	89,9	1,6	1,1	0,3	0,7	0,7	-0,4	0,3
IPC	-	1,4	1,0	0,3	0,8	0,5	-0,2	0,3
IHPC – Área do euro	-	1,5	1,8	1,2	1,4	1,4	1,0	1,0

Fontes: Eurostat e INE.

A menor inflação registada em 2019 é extensível à generalidade dos agregados, exceto o dos bens industriais não energéticos. Em particular, destaca-se a redução do contributo para a inflação decorrente da evolução do preço dos bens energéticos, em 0,5 pp, e do preço dos serviços, em 0,4 pp.

O preço dos bens energéticos caiu 1,7% após um crescimento de 4,8% no ano anterior, em linha com a evolução dos preços dos combustíveis e da eletricidade. No primeiro caso, essa evolução refletiu a queda do preço do petróleo nos mercados internacionais e, no segundo, a revisão tarifária em janeiro e a descida parcial em julho da taxa de IVA aplicada às baixas potências contratadas.

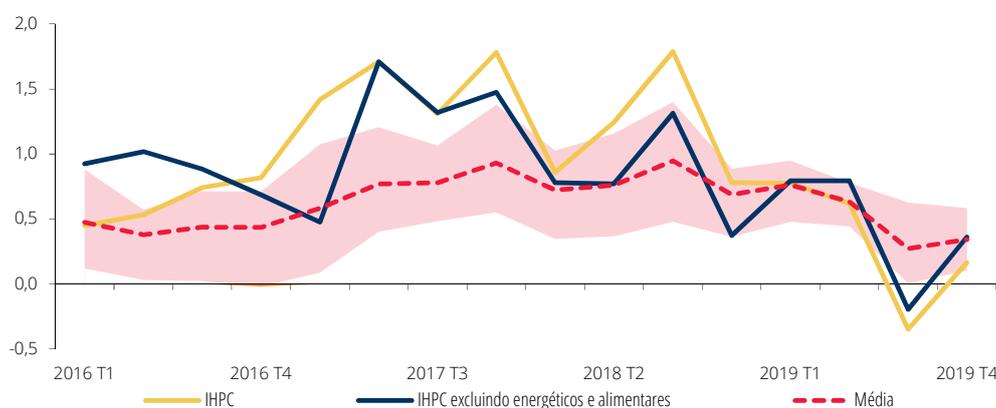
Nos serviços, destaca-se a diminuição dos preços dos serviços de alojamento⁴⁹ em 2,2%, após terem registado aumentos significativos nos dois anos anteriores (7,3% em 2018 e 12% em 2017). Esta evolução pode estar associada ao aumento significativo da capacidade instalada no setor nos anos recentes, bem como à recuperação da atividade em destinos turísticos concorrentes. O contributo dos preços destes serviços para a redução da inflação total foi de 0,4 pp.

49. A designação completa da rubrica do IHPC é “Hotéis, motéis, pousadas e serviços de alojamento semelhantes”.

Para a evolução dos preços do agregado dos serviços foi ainda relevante a redução dos preços dos transportes – refletindo o impacto das alterações implementadas em abril nos preços dos passes no âmbito do Programa de Apoio à Redução Tarifária – e dos serviços de comunicação, resultante da imposição de limites de preços nas comunicações para a União Europeia em maio, a qual foi compensada por aumentos em outras rubricas dispersas.

Mesmo excluindo os efeitos das componentes mais voláteis, com impacto negativo em 2019, a inflação em Portugal permanece muito contida. A média simples de um conjunto de medidas de tendência de inflação aponta para a manutenção de níveis de inflação subjacente inferiores a 1% nos últimos 4 anos (Gráfico I.7.1).

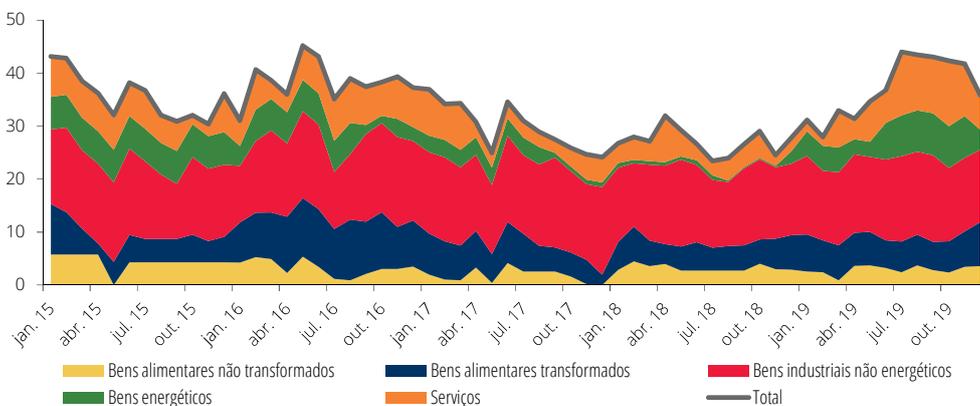
Gráfico I.7.1 • IHPC e medidas de tendência | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A zona a sombreado inclui as seguintes medidas de tendência de inflação: média aparada a 5% e a 12,5%, mediana, primeira componente principal dos subíndices que compõem o IHPC e IHPC excluindo alimentares, energéticos e componentes voláteis associadas com o turismo. A linha tracejada é uma média simples destas medidas.

Analisando a distribuição das taxas de variação homóloga das componentes do IHPC, verifica-se que a redução da inflação em 2019 refletiu um aumento do peso das componentes com taxas negativas, em cerca de 10 pp em média anual (Gráfico I.7.2). Este aumento foi mais notório nos serviços, refletindo em larga medida o impacto da redução dos preços dos serviços de alojamento atrás referido.

Gráfico I.7.2 • Peso das componentes do IHPC com taxa de variação homóloga negativa | Em percentagem



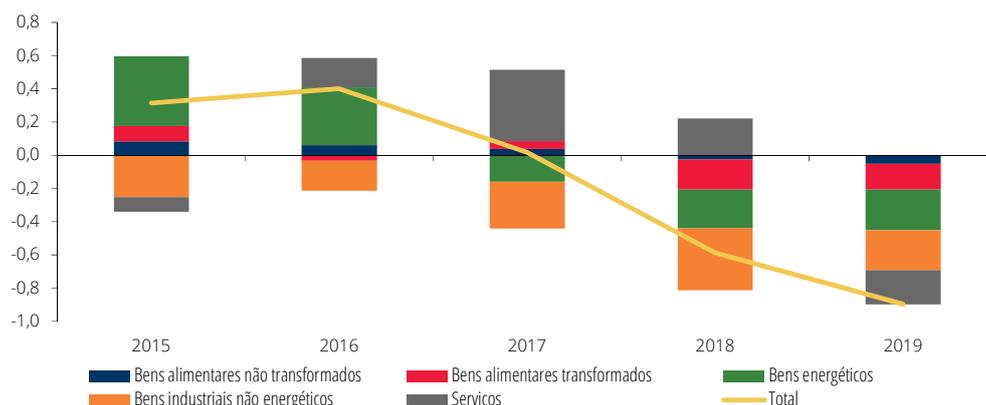
Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

... O diferencial de inflação face à área do euro foi mais negativo ... devido ao agregado dos serviços

Na área do euro manteve-se o ambiente de baixa inflação (Capítulo 2), fenómeno para o qual têm contribuído fatores como o enfraquecimento do canal de transmissão dos salários para os preços ou o próprio nível baixo das expectativas de inflação.⁵⁰ Em 2019, o diferencial da inflação de Portugal face à área do euro foi negativo em 0,9 pp, após -0,6 pp, em 2018. Todas as componentes apresentaram um contributo negativo para o diferencial de inflação em 2019, sendo a componente dos serviços a principal responsável pelo aumento do diferencial (Gráfico I.7.3).

No conjunto de países da área do euro, Portugal foi o que apresentou a taxa de inflação mais baixa em 2019, quer considerando a variação do IHPC total quer do IHPC excluindo energéticos e alimentares. No entanto, as taxas de inflação subjacentes na generalidade dos países mais periféricos da área do euro situam-se atualmente em níveis particularmente baixos, por comparação com os países percecionados como tendo maior capacidade creditícia (Gráfico I.7.4). No período de 2001 a 2012, a taxa de inflação nos países periféricos foi, em média, superior à registada nos países do centro. Desde a crise das dívidas soberanas na área do euro, os países periféricos têm apresentado taxas de inflação subjacente mais baixas, uma situação que prevaleceu em 2019.

Gráfico I.7.3 • Diferencial de inflação entre Portugal e área do euro | Em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e INE.

... As pressões inflacionistas de origem externa foram muito ... contidas e observaram-se ganhos nos termos de troca

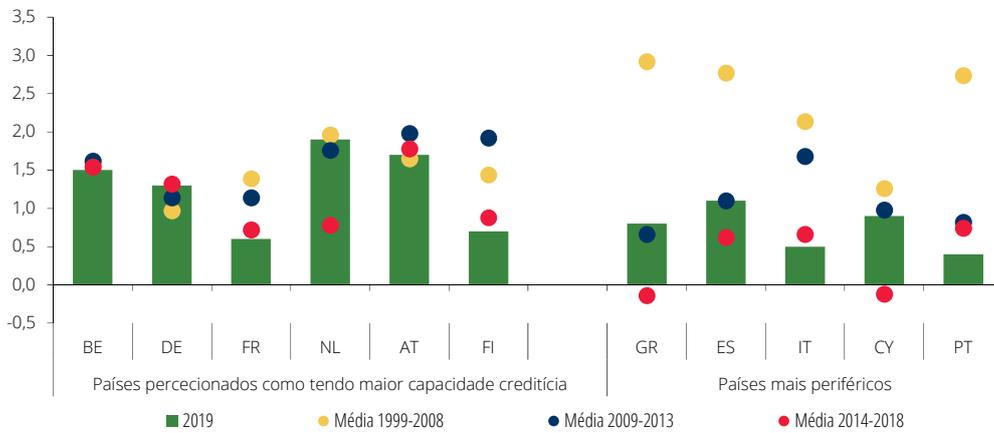
As pressões inflacionistas externas mantiveram-se muito contidas em 2019 (Gráfico I.7.5).

O deflator das importações de bens excluindo energéticos apresentou uma variação marginalmente negativa em 2019, após um aumento de 0,6% em 2018. Esta evolução está associada às reduzidas pressões inflacionistas a nível global. Os preços de importação têm influência sobretudo nos preços no consumidor dos bens industriais não energéticos, que voltaram a diminuir em 2019 (-0,6%, que compara com uma redução de 1,1% em 2018).

O preço do petróleo em euros reduziu-se 5% em 2019, após dois anos de aumentos superiores a 20%, que influenciou a queda dos preços no consumo de bens energéticos.

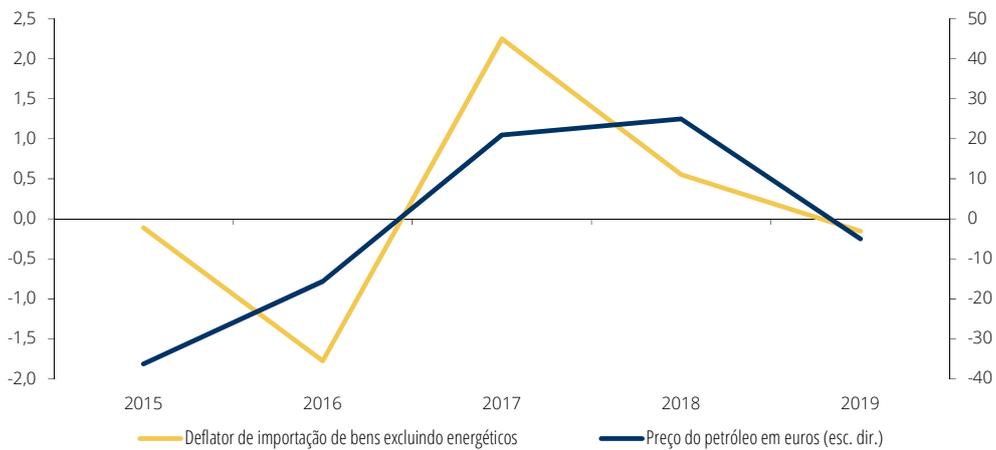
50. Veja-se Caixa 2 "Baixa inflação na área do euro: possíveis causas" do *Boletim Económico* do Banco de Portugal de dezembro de 2019.

Gráfico I.7.4 • IHPC excluindo energia e alimentares – Países da área do euro | Taxa de variação em percentagem



Fontes: Eurostat e INE. | Nota: BE – Bélgica, DE – Alemanha, FR – França, NL – Países Baixos, AT – Áustria, FI – Finlândia, GR – Grécia, ES – Espanha, IT – Itália, CY – Chipre, PT – Portugal.

Gráfico I.7.5 • Deflator de importação de bens excluindo energéticos e preço do petróleo (em euros) | Taxa de variação em percentagem



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

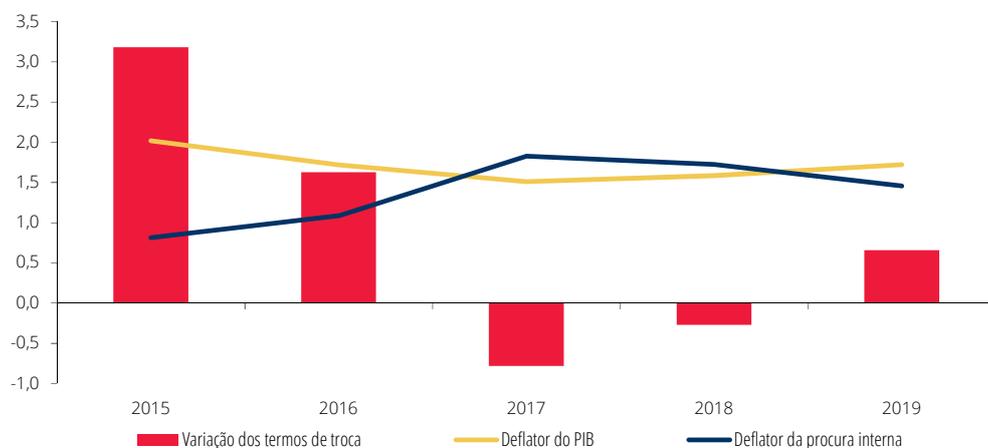
⋮ A aceleração das remunerações foi contrabalançada pelo aumento da produtividade

Em 2019, continuaram a reduzir-se as margens disponíveis no mercado de trabalho, nomeadamente com uma redução da taxa de desemprego e, mais acentuadamente, da taxa de subutilização do trabalho (Capítulo 5). Neste contexto, as remunerações por trabalhador voltaram a acelerar ligeiramente, registando um aumento de 2,8% (após 2,5% em 2018 e 2,1% em 2017). No entanto, refletindo um aumento mais expressivo da produtividade por trabalhador em 2019, após estabilização nos dois anos anteriores, o crescimento dos custos do trabalho por unidade produzida (CTUP) foi mais contido (Capítulo 5). A informação disponível aponta para a continuação da compressão das margens de lucro das empresas em 2019. Os dados de contas nacionais mostram que o rácio

do excedente bruto de exploração no VAB se voltou a reduzir.⁵¹ Este resultado é corroborado pela análise de dados ao nível da empresa (Caixa 8 “Evolução recente da rentabilidade das empresas portuguesas” deste boletim).

O deflator do PIB, uma medida que sintetiza a evolução dos preços na economia, registou um crescimento de 1,7%, que compara com 1,6% no ano anterior. Este aumento refletiu o ganho de termos de troca (0,7%), relacionado em parte com a redução do preço do petróleo em euros atrás mencionado (Gráfico I.7.6). Em sentido contrário registou-se um menor crescimento do deflator do consumo privado, de 1%, que compara com 1,3% em 2018, respetivamente.⁵²

Gráfico I.7.6 • Deflator do PIB e da procura interna e termos de troca | Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

51. O excedente bruto de exploração das sociedades não financeiras em percentagem do VAB reduziu-se 0,8 pp após diminuições de 1,6 e 0,8 pp nos dois anos anteriores.

52. Em 2019, a variação do deflator do consumo privado foi bastante superior à inflação medida pelo IHPC (1% que compara com 0,3%). Este resultado é parcialmente explicado pela evolução da componente de “rendas de habitação”, cujo peso no deflator do consumo privado é superior ao peso no IHPC. Esta diferença reflete o facto de no IHPC estarem incluídas apenas as rendas de habitação efetivas enquanto no consumo privado está incluída também a componente de rendas imputadas.

Caixa 8 • Evolução recente da rentabilidade das empresas portuguesas

As variáveis de rentabilidade ao nível da empresa constituem um bom indicador da respetiva situação económico-financeira, bem como do grau de resiliência a choques adversos e da sua propensão a investir. Esta caixa analisa a evolução da rentabilidade das empresas não financeiras em Portugal em 2019.

Para a análise são utilizados dados micro do Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras (ITENF) que inclui informação contabilística para cerca de 4000 empresas até ao final de 2019. Por ser trimestral, este inquérito é divulgado com maior regularidade e fornece informação mais atempada do que outras fontes de informação empresarial (por exemplo a IES - Informação Empresarial Simplificada), sendo também o único inquérito deste tipo que, à data de fecho de informação para este boletim, dispunha de dados referentes a 2019.

A amostra do ITENF encontra-se enviesada para as empresas de maior dimensão, visto que os critérios de seleção incluem limiares mínimos para o valor de variáveis como o volume de negócios, total do ativo, total das exportações e total das importações. São também excluídas as empresas da secção A da CAE-Rev.3.⁵³ Assim sendo, na análise dos resultados apresentados, devem ter-se em conta estas limitações.

Esta caixa tem como horizonte temporal os anos completos de 2017 a 2019. De forma a assegurar a comparabilidade, foram apenas incluídas as empresas não financeiras que estavam presentes nestes três períodos consecutivos.

Como medida de rentabilidade, utiliza-se o rácio do excedente bruto de exploração sobre o valor acrescentado bruto (EBE/VAB).⁵⁴ A escolha deste indicador justifica-se pelo facto de o EBE contabilístico ser o que melhor se aproxima do conceito de EBE das Contas Nacionais (CN).

A informação disponível aponta para alguma redução da rentabilidade das empresas na economia portuguesa desde 2017. Embora de forma menos acentuada, o rácio de rentabilidade para o total das empresas analisadas manteve a tendência de diminuição em 2019, registando um valor de 50,2%, o que compara com 50,5% em 2018 e com 52,1% em 2017.

Na análise por setores de atividade que se segue, optou-se por excluir os setores da eletricidade, gás e água, pois possuem elevada volatilidade. No ano de 2019, verifica-se que a redução da rentabilidade agregada resultou da diminuição do rácio do EBE/VAB nas empresas da indústria transformadora, uma vez que este estabilizou no setor da construção e aumentou ligeiramente no setor dos serviços. Desagregando o setor dos serviços, observa-se que o rácio de rentabilidade estabilizou no conjunto das atividades de comércio, transportes, alojamento e restauração, sendo o aumento no total motivado pela evolução observada nos restantes serviços (Gráfico C8.1).

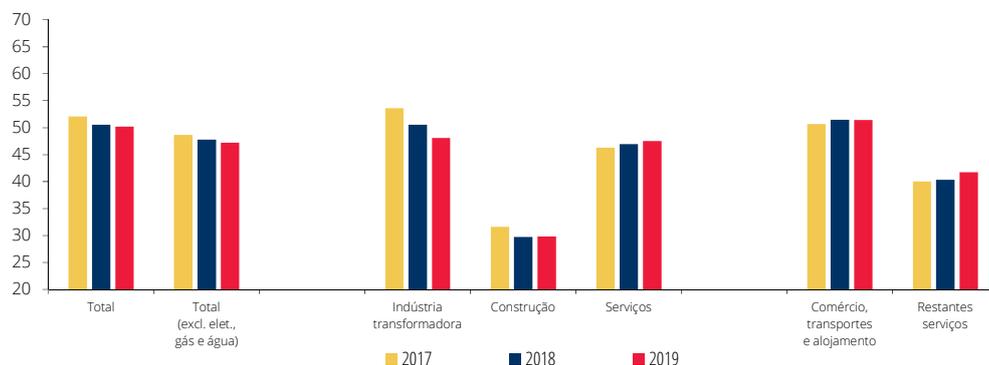
Complementarmente, realizou-se também um conjunto de análises por características das empresas: por grupos de idade (até 10 anos e mais de 10 anos), dimensão (PME e grandes empresas) e perfil exportador (Gráfico C8.2).

Na análise por idade, verifica-se que foram as empresas com mais de 10 anos que apresentaram uma ligeira redução da rentabilidade em 2019. Em contrapartida, nas empresas mais novas registou-se um aumento do rácio.

53. A secção A da CAE-Rev. 3 corresponde aos setores de atividade da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca.

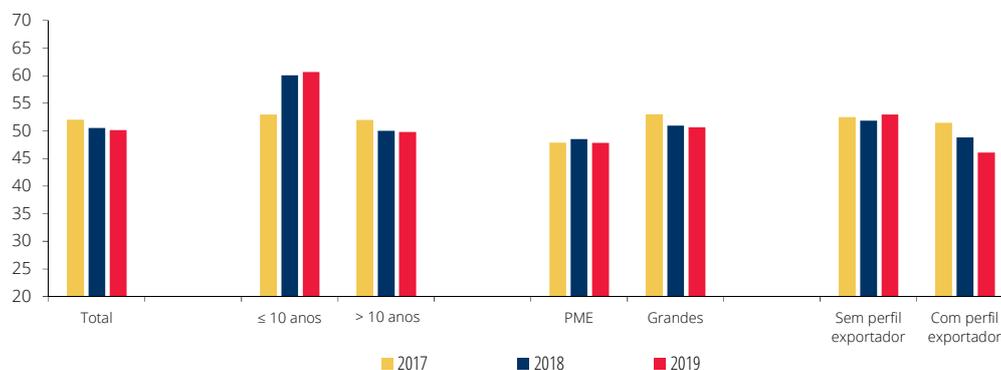
54. Para uma análise mais abrangente das estatísticas das empresas não financeiras em 2019, incluindo a evolução de outras medidas de rentabilidade, ver *Nota de Informação Estatística do Banco de Portugal – Estatísticas das empresas da central de balanços 4.º trimestre de 2019*.

Gráfico C8.1 • Rentabilidade das empresas por setor de atividade | Excedente bruto de exploração em percentagem do VAB



Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal.

Gráfico C8.2 • Rentabilidade das empresas por idade, dimensão e perfil exportador | Excedente bruto de exploração em percentagem do VAB



Fonte: Inquérito Trimestral às Empresas não Financeiras – INE/Banco de Portugal.

Focando a análise na dimensão das empresas, constata-se uma diminuição do rácio de rentabilidade tanto nas grandes empresas, como na categoria de micro, pequenas e médias empresas (PME)⁵⁵, sendo mais acentuada neste último grupo.⁵⁶

Relativamente a diferenças entre empresas com e sem perfil exportador, observa-se que são as exportadoras que contribuem para a diminuição do rácio de rentabilidade em 2019.⁵⁷ Nas empresas sem perfil exportador o rácio aumentou.

Concluindo, a diminuição da rentabilidade das empresas no período recente não foi em média muito marcada e deveu-se à evolução no setor da indústria transformadora. Os grupos de empresas que mais contribuíram para a redução do rácio de rentabilidade agregado foram as empresas com maior idade, menor dimensão e mais orientadas para os mercados externos.

55. Para esta classificação das empresas por classe de dimensão foram utilizados os critérios da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas. Segundo esta recomendação, 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. São classificadas como grandes empresas as que não se enquadram nas condições anteriores.

56. Refira-se que a evolução da rentabilidade, em particular numa análise por dimensão de empresa, pode diferir caso se utilize outro tipo de indicador.

57. São consideradas como empresas com perfil exportador aquelas que exportam bens e serviços e que cumprem os seguintes critérios: (i) empresas em que pelo menos 50% do volume de negócios é proveniente das exportações, ou; (ii) empresas em que pelo menos 10% do volume de negócios é proveniente das exportações e têm valor de exportações superior a 150 mil euros. As empresas que não cumpriam estes critérios foram classificadas como não tendo perfil exportador.

8 Balança de pagamentos

... A capacidade de financiamento da economia portuguesa
... reduziu-se em 2019, devido essencialmente à diminuição
... do excedente da balança de bens e serviços

Em 2019, a balança corrente e de capital apresentou um excedente de 0,9% do PIB, inferior em 0,5 pp ao registado em 2018 (Quadro I.8.1).

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Balança corrente e de capital	1,5	2,1	2,2	1,4	0,9
Balança corrente	0,2	1,2	1,3	0,4	-0,1
Balança de bens e serviços	1,4	1,7	1,5	0,7	0,4
Bens	-5,4	-5,4	-6,8	-7,8	-7,9
Energéticos	-2,4	-1,7	-2,2	-2,5	-2,6
Outros bens	-3,1	-3,6	-4,6	-5,3	-5,3
Serviços	6,8	7,1	8,3	8,5	8,2
Viagens e turismo	4,6	5,0	5,9	6,1	6,2
Outros serviços	2,2	2,1	2,4	2,4	2,1
Balança de rendimento primário	-2,9	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5
Balança de rendimento secundário	1,7	1,8	2,1	2,0	2,0
Balança de capital	1,2	0,9	0,9	1,0	1,0
Balança financeira	1,5	2,1	2,2	1,5	1,1
Erros e omissões	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2

Fontes: INE e Banco de Portugal.

A redução da capacidade de financiamento da economia refletiu um aumento do investimento superior ao crescimento da poupança interna. Em 2019, o investimento foi de 18,9% do PIB, mais 0,8 pp do que em 2018, enquanto a poupança aumentou de 18,3% do PIB para 18,8% do PIB em 2019. Por setor institucional, a diminuição decorreu de uma menor capacidade de financiamento do setor privado. Em contraste, as administrações públicas reduziram as suas necessidades de financiamento, apresentando um saldo positivo em 2019.

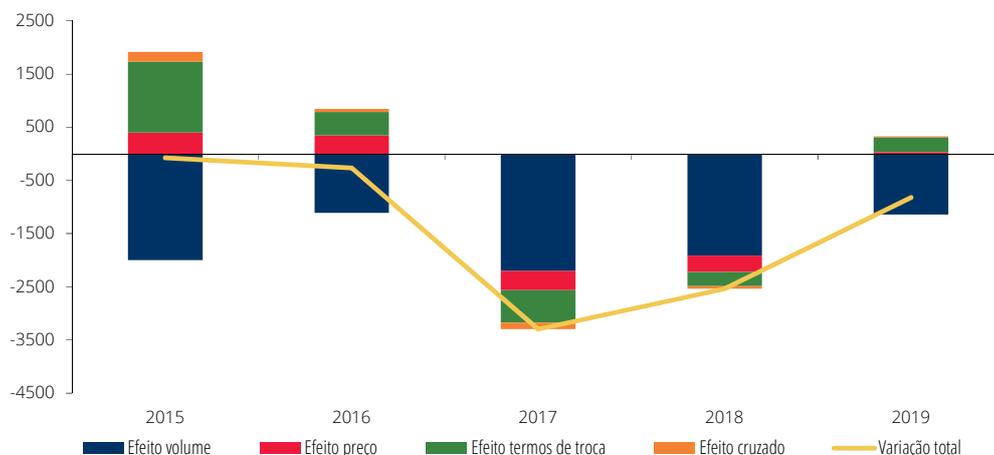
A balança corrente registou um défice ligeiro em 2019, o que não se verificava desde 2012. Para essa evolução contribuiu o menor excedente da balança de bens e serviços e o maior défice da balança de rendimento primário.

O excedente da balança de bens e serviços reduziu-se de 0,7% do PIB em 2018 para 0,4% do PIB em 2019.⁵⁸ Esta evolução refletiu um aumento do défice da balança de bens – decorrente da evolução do saldo de bens energéticos – e uma redução do excedente da balança de serviços, associada ao comportamento dos serviços excluindo viagens e turismo.

O défice da balança de bens tem vindo a aumentar nos últimos anos devido a um efeito volume negativo, isto é, um maior crescimento em termos reais das importações face às exportações (Gráfico I.8.1). Em 2019, este efeito foi parcialmente atenuado por uma evolução positiva dos termos de troca.

58. A balança de bens e serviços tem apresentado um saldo excedentário desde 2013, uma situação sem precedentes nos últimos 50 anos. Veja-se o Tema em destaque “Uma perspetiva sobre as contas externas de Portugal”, *Boletim Económico* de março de 2020.

Gráfico I.8.1 • 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: (i) efeito volume: efeito da variação das quantidades importadas e exportadas, $[X_{t-1} \times vx_t] - [M_{t-1} \times vm_t]$; (ii) efeito preço: efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo, $[X_{t-1} \times p_t] - [M_{t-1} \times p_t]$; (iii) efeito termos de troca: efeito da variação relativa dos preços de exportação e importação, $[X_{t-1} \times (px_t - p_t)] - [M_{t-1} \times (pm_t - p_t)]$; (iv) efeito cruzado: efeito da interação entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação, $[X_{t-1} \times vx_t \times px_t] - [M_{t-1} \times vm_t \times pm_t]$, onde X_{t-1} e M_{t-1} são as exportações e importações do ano $t - 1$ a preços correntes, respetivamente; vx_t e vm_t são as taxas de variação em volume das exportações e importações em t , respetivamente; px_t e pm_t são as taxas de variação dos preços das exportações e das importações em t , respetivamente; p_t é a taxa de variação média dos preços do comércio externo no ano t dada por $p_t = (px_t + pm_t)/2$.

Ao nível da balança de serviços, o saldo da rubrica de viagens e turismo voltou a aumentar, para 6,2% do PIB em 2019, suportado pela manutenção de um crescimento forte das exportações de turismo, ainda que inferior ao ano anterior (taxa de variação anual de 8,1% que compara com 9,7% em 2018). Esta desaceleração terá refletido a evolução dos preços dos serviços de turismo (Capítulo 7), num contexto em que a procura dirigida à economia portuguesa deste tipo de serviços se manteve dinâmica e as exportações em termos reais aceleraram (Capítulo 6). As importações de serviços de viagens e turismo continuaram a registar um crescimento muito dinâmico (15,6%, após 13,2% em 2018, em termos nominais).

Em sentido contrário, o excedente da componente de outros serviços reduziu-se de 2,4% para 2,2% do PIB, devido principalmente à evolução das rubricas de outros serviços fornecidos por empresas.

• O défice ligeiramente maior da balança de rendimento primário reflete a redução da rentabilidade dos ativos de investimento direto

O défice ligeiramente superior da balança de rendimento primário deveu-se à evolução da componente de rendimentos de investimento⁵⁹. Em particular, em 2019, registou-se um maior défice da componente de rendimentos de investimento direto (de -1,8% do PIB, que compara com -1,6% em 2018) dada a menor rentabilidade do investimento em ativos externos de investimento direto. Em

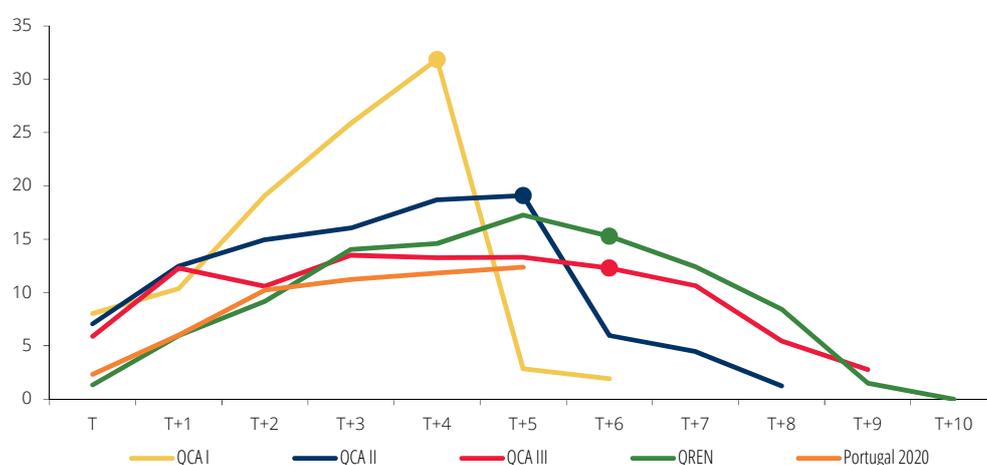
59. Para além dos rendimentos de investimento fazem ainda parte desta balança os rendimentos do trabalho e outros rendimentos primários (que inclui a componente de subsídios recebidos da União Europeia), que, em rácio do PIB, sem mantiveram estáveis em 2019.

sentido contrário, os défices das componentes de rendimentos de investimento de carteira e do outro investimento diminuíram, nomeadamente na componente de juros, refletindo a redução da dívida externa da economia e o contexto de baixas taxas de juro (Capítulo 3).

Os excedentes da balança de rendimento secundário e da balança de capital mantiveram-se estáveis em 2019, em 2,0% e 1,0% do PIB, respetivamente.

O saldo de transferências com a UE (registadas na balança de rendimento primário e secundário e na balança de capital) apresentou um ligeiro aumento em 2019, de 0,8% para 0,9% do PIB. Não obstante, os recebimentos dos fundos europeus mantêm-se num nível baixo quando se compara com o perfil da execução nos anteriores ciclos de apoio europeu. Com efeito, a percentagem de recebimentos do atual acordo de parceria (Portugal 2020) permanece inferior à observada no passado, em igual fase do período de programação (Gráfico I.8.2).⁶⁰

Gráfico I.8.2 • Taxa de recebimentos, por ciclo de apoios europeus | Em percentagem



Fontes: Agência para o Desenvolvimento e Coesão, Banco de Portugal, Boletim Informativo QREN, brochura *Fundos Estruturais 10 anos em Portugal* da Direção Geral do Desenvolvimento Regional, DGRM e IFAP/GPE. | Nota: A taxa de recebimentos corresponde ao rácio entre o montante recebido pelos beneficiários finais em cada momento do tempo e o montante total recebido no período de programação. Para o atual período de programação, utiliza-se a dotação total prevista. As designações dos ciclos de apoio são utilizadas em sentido lato, referindo-se ao conjunto de instrumentos considerado (FEEI e FEAGA). O momento T refere-se ao primeiro ano do período de programação. Os círculos assinalam o último ano do período formal de programação. Note-se que os dois primeiros ciclos de apoios tiveram períodos de programação mais curtos (5 e 6 anos, respetivamente).

• O menor saldo da balança financeira refletiu a evolução do financiamento líquido externo das sociedades não financeiras e das administrações públicas

A balança financeira manteve em 2019 um saldo positivo de 1,1% do PIB, o que significa que o investimento no exterior continuou a ser superior ao financiamento obtido (Gráfico I.8.3). No entanto, este saldo positivo foi inferior ao registado em 2018 (1,5% do PIB). Esta redução deveu-se ao aumento do financiamento líquido externo aos setores das administrações públicas e das sociedades não financeiras.

60. Para uma análise detalhada do impacto dos recebimentos dos fundos veja-se a Caixa 2 “Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva”, *Boletim Económico* de março de 2019.

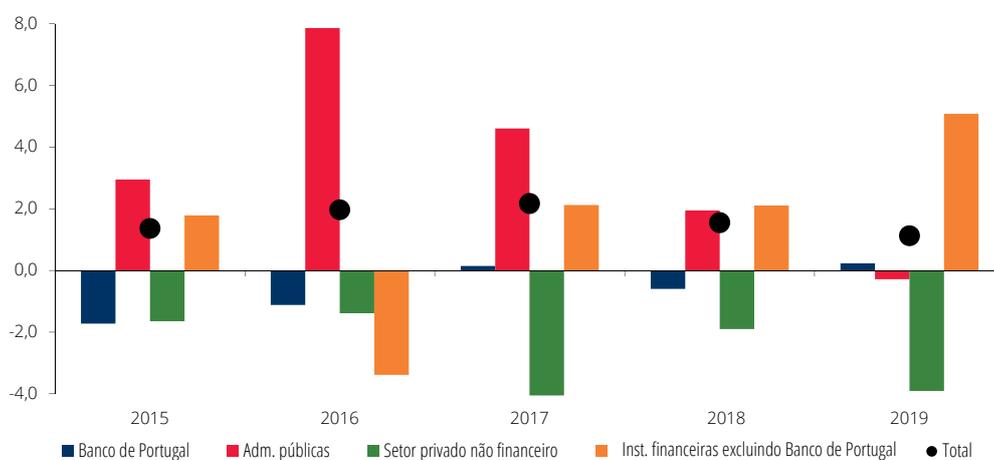
Em 2019, as administrações públicas obtiveram financiamento líquido externo no montante de 0,3% do PIB, após um período de forte redução do endividamento externo que se deveu quer às menores necessidades de financiamento do setor associadas ao processo de consolidação orçamental, quer aos efeitos das medidas não convencionais de política monetária do Eurosistema.

No caso das sociedades não financeiras, o canal do investimento direto continuou a ser privilegiado no financiamento líquido deste setor, aumentando de 1,8% do PIB em 2018 para 2,6% do PIB em 2019. Esta entrada de fundos realizou-se sob a forma de capital e de dívida, mantendo-se expressivo o investimento em imobiliário. O financiamento líquido sob a forma de empréstimos, apesar de menos expressivo, também aumentou, para 1% do PIB.

Em sentido contrário, é de referir o menor financiamento obtido pelos bancos através do outro investimento (0,2% do PIB que compara com uma captação de fundos no ano anterior de 2,9% do PIB).

Quanto ao investimento no exterior, as instituições financeiras continuaram as aplicações em títulos de dívida pública estrangeira, sendo o aumento face ao ano anterior explicado pelo maior investimento das sociedades de seguros e fundos de pensões, em 2,2% do PIB, refletindo principalmente as maiores aquisições de títulos de dívida pública estrangeira. Estas aquisições poderão estar a refletir um comportamento de procura de rentabilidade (*search for yield*) num contexto de taxas de juro nominais muito baixas e de compressão das margens bancárias.

Gráfico I.8.3 • Saldo da balança financeira, total e por setor institucional ^(a) | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (a) Um sinal positivo (negativo) corresponde a uma saída (entrada) líquida de fundos na economia portuguesa. As saídas de fundos podem resultar de aquisições líquidas de ativos externos e de amortizações de passivos externos. As entradas de fundos correspondem à venda de ativos externos ou ao aumento de passivos externos na posse de não residentes.

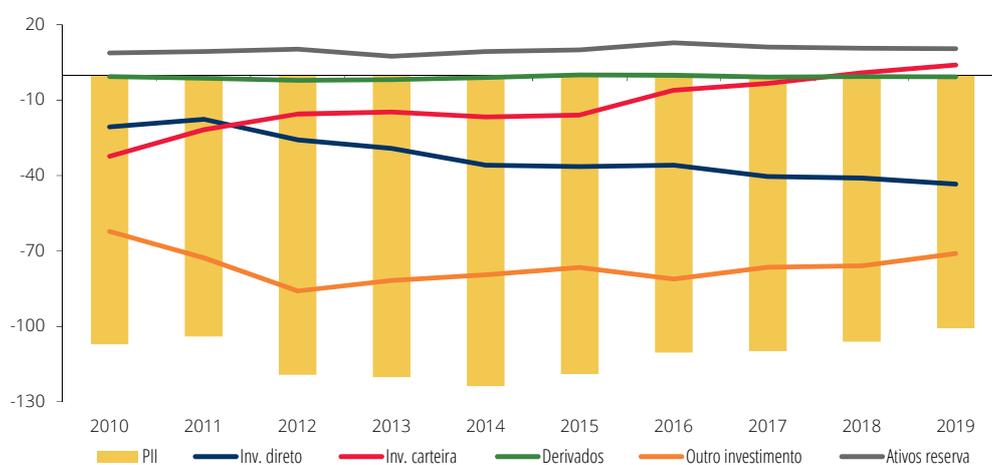
... A posição de investimento internacional manteve a trajetória de melhoria

A posição externa devedora da economia portuguesa continuou a reduzir-se, com o rácio da posição de investimento internacional (PII) no PIB a passar de -106,1% em 2018 para -100,8% no final de 2019. Esta melhoria significativa resultou, tal como nos últimos anos, dos excedentes da balança financeira e, principalmente, do efeito do crescimento nominal do PIB.

Ao longo da última década, observou-se uma alteração da composição da PII (Gráfico I.8.4). Em particular, a posição devedora de investimento de carteira reduziu-se e passou mesmo a ser credora a partir de 2018. O *stock* líquido de passivos de outro investimento – que inclui empréstimos e depósitos – mantém-se como o mais significativo (-71,1% do PIB). Em sentido contrário, verificou-se um aumento da posição devedora de investimento direto (de 20,7% do PIB em 2010 para 43,4% do PIB em 2019), sendo de salvaguardar que esta componente tende a ser mais estável, logo a apresentar menor vulnerabilidade a choques externos à partida.

Apesar da evolução favorável, também em termos da própria composição, os níveis da PII permanecem ainda muito negativos, em termos históricos e comparativamente a outros países, constituindo uma vulnerabilidade da economia portuguesa.⁶¹

Gráfico I.8.4 • PII por categoria funcional | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

61. Para uma análise mais detalhada da evolução da balança corrente e de capital e do endividamento externo da economia portuguesa veja-se o Tema em destaque "Uma perspectiva sobre as contas externas de Portugal", *Boletim Económico* de março de 2020.





II Tema em destaque

O impacto económico da crise pandémica

O impacto económico da crise pandémica

Introdução

Este Tema em destaque procura contribuir para a análise dos canais através dos quais a pandemia COVID-19 afeta a atividade económica e para a compreensão das respostas de política que têm sido adotadas pelas autoridades, com ênfase na situação portuguesa. O texto é composto por duas partes autónomas que se complementam. Na Parte 1 analisam-se os resultados de alguns estudos de natureza macroeconómica que incorporam variáveis de natureza epidemiológica. Estes estudos modelizam em termos agregados a relação entre as medidas de mitigação da pandemia, as políticas económicas e a evolução da atividade. A primeira parte do texto inclui também uma sistematização do impacto das respostas de política económica no quadro internacional, discutindo a necessidade de mecanismos de partilha de risco ao nível da União Europeia (UE). A Parte 2 do Tema em destaque tem uma natureza microeconómica e foca nos impactos de curto prazo da pandemia sobre as empresas e as famílias portuguesas. Esta análise é composta por um exercício que simula de forma estilizada o efeito de uma redução temporária da atividade sobre a liquidez das empresas e inerentes riscos de encerramento, ao qual se junta uma avaliação dos impactos sobre o rendimento das famílias. A utilização de informação de natureza individual permite complementar a abordagem macroeconómica e simular o impacto de curto prazo de algumas das medidas de mitigação desenhadas pelas autoridades, realçando também a heterogeneidade dos efeitos sobre os diferentes agentes económicos. Estes exercícios não configuram uma avaliação de políticas, sendo antes simulações mecânicas, assentes em várias hipóteses simplificadoras, que procuram traduzir cenários estilizados.

A pandemia COVID-19 constituiu um choque negativo de grandes proporções sobre a saúde pública mundial, com consequências muito adversas na situação económica de um grande número de países. Embora os riscos associados a uma crise pandémica estivessem há muito referenciados, este foi um acontecimento para o qual os países e a generalidade dos agentes económicos não se encontravam preparados. A configuração e dimensão dos impactos económicos da crise não é ainda plenamente antecipável. Qualquer análise económica depende muito fortemente de pressupostos relativamente à duração, intensidade e dispersão geográfica da pandemia. Estas variáveis têm sido estudadas pelos investigadores em epidemiologia e pelas autoridades de saúde, dando origem a recomendações de política que visam compatibilizar o número de pacientes com necessidades de tratamento hospitalar em cada momento do tempo com os recursos existentes em termos de instalações, equipamentos e técnicos especializados. Tal abordagem tem implicado a adoção de medidas de confinamento social destinadas a mitigar a taxa de propagação da doença, com resultados muito positivos. No entanto, esta estratégia de contenção tende a prolongar a dimensão temporal do surto, podendo também aumentar a sua probabilidade de reincidência.

Em termos económicos, a pandemia e as correspondentes medidas de confinamento social implicam uma forte e abrupta redução da atividade das empresas no curto prazo quer pela impossibilidade de manter os trabalhadores em atividade em condições de segurança, quer pela redução da procura ou do fornecimento de produtos intermédios essenciais ao processo produtivo. O efeito económico da pandemia depende da estrutura setorial dos países, afetando mais, por exemplo, aqueles onde o setor do turismo é importante, mas tende a ser relativamente generalizado. Esta interrupção abrupta e simultânea de múltiplas atividades em vários países não tem precedente histórico recente e, dada a forte integração económica internacional, conduz a uma forte e generalizada contração económica. Neste contexto,

à semelhança do que aconteceu na última crise económica e financeira, a disrupção nas cadeias internacionais de produção provoca o colapso dos fluxos de comércio internacional de bens e serviços.

O prolongamento temporal da pandemia implica perdas permanentes na capacidade produtiva decorrentes de uma maior probabilidade de encerramento de empresas, por dificuldades de tesouraria ou insolvência. As perdas decorrentes da redução das vendas não são acompanhadas por uma redução equivalente dos custos, levando a reduções no capital das empresas. Caso não existam recursos que permitam uma recapitalização ou se, num contexto de incerteza exacerbada, as perspetivas de recuperação se afigurem limitadas, a opção dos proprietários poderá ser o encerramento. Em empresas com alguma escala e com projetos de expansão tal opção corresponde à perda de tecnologia e conhecimento específico, bem como de redes de clientes e fornecedores, que são dificilmente recuperáveis por novas empresas que entrem no mercado. No entanto, a plena avaliação destes impactos é dificultada pela grande heterogeneidade existente no universo de empresas.

Paralelamente, tal como referido em vários estudos recentes, a pandemia e o prolongamento das correspondentes medidas de confinamento social aumentam muito o nível de incerteza o que leva ao adiamento das decisões de investimento e a uma limitada acumulação de capital físico, bem como à interrupção de processos de inovação em curso. Do mesmo modo, as medidas de confinamento social dificultam as atividades letivas e formativas, limitando a acumulação de capital humano durante esse período temporal. Assim, a presente crise tenderá a implicar perdas permanentes no nível de capacidade produtiva face a um cenário contrafactual de ausência de pandemia, ou seja a crise terá fortes consequências cíclicas mas também reflexos negativos no longo prazo.

Outra dimensão importante do problema económico prende-se com o reflexo da crise nos mercados financeiros internacionais e na situação das instituições de crédito. O forte aumento da incerteza, a antecipação de fortes perdas na atividade e a necessidade de liquidez imediata por parte dos agentes económicos leva a movimentos de venda e refúgio em ativos com menor risco, com impactos negativos sobre o preço dos ativos financeiros e potenciais alterações nas taxas de câmbio. Estes movimentos espoletam reduções no valor das carteiras de ativos das famílias, empresas e instituições de crédito que interagem entre si, reforçando a contração da atividade económica. O potencial aumento dos créditos em incumprimento acentua a deterioração da qualidade dos ativos dos bancos, dificultando o cumprimento dos requisitos regulatórios de capital. Este aspeto, adicionado ao maior risco inerente à atribuição de novos créditos às famílias e empresas, leva a uma potencial contração do crédito, com renovados efeitos recessivos sobre a economia. Deste modo, também através deste canal, o prolongamento temporal da crise pandémica e a manutenção de elevados níveis de incerteza afeta negativamente o funcionamento dos mercados e da atividade. As decisões de política nesta área são igualmente complexas, levando em conta a evolução das variáveis agregadas e as especificidades das diferentes instituições de crédito, tudo isto num quadro de intensas ligações económicas e regulatórias internacionais.

Os efeitos acima descritos têm impacto no rendimento das famílias e nas suas decisões de consumo, interagindo com as condições prevalecentes no mercado de trabalho. A ligação entre famílias e empresas constitui a base da organização económica e a dinâmica do subjacente fluxo circular de rendimento e produção, que determina largamente o sentido das flutuações cíclicas, é ampliada pela natureza específica da crise pandémica. As quedas abruptas de rendimento em muitas famílias e os elevados níveis de incerteza relativamente à sua situação no mercado de trabalho e condições de saúde determinam reduções nas despesas de consumo. A contração na procura de bens e serviços dirigida às empresas leva à redução das vendas e à deterioração das suas perspetivas sobre os resultados futuros, potenciando a redução da atividade e do emprego ou levando à decisão de encerramento. Este conjunto de decisões não deixará de ter impacto nos preços dos bens e serviços transacionados na economia. A complexidade destas interações é potenciada pela intervenção das autoridades públicas e pela dimensão internacional em que os agentes operam. A plenitude destes efeitos entre agentes económicos é apenas tratável no âmbito de modelos macroeconómicos onde se consideram explicitamente as restrições associadas ao ajustamento e ao equilíbrio dos mercados, tais como os referidos na Parte 1 do Tema em destaque.

Não obstante seja afetada por um choque pandémico comum, a realidade prevalecente nas famílias é muito heterogénea. Fatores como a composição do agregado familiar em termos da sua estrutura etária, situação no mercado de trabalho, setor de atividade ou nível de rendimento, entre outros, determinam efeitos muito diferenciados da crise pandémica. Em algumas situações a crise pode não representar grandes alterações nas condições de vida em termos materiais mas noutros casos pode determinar o risco ou agravamento de situações de pobreza, mesmo no curto prazo. Estas preocupações motivam a análise desenvolvida na Parte 2 do Tema em destaque.

A descrição das várias óticas de análise dos efeitos da pandemia e das soluções para os mitigar aponta inequivocamente para a relevância de considerar simultaneamente as dimensões de curto, médio e longo prazo, e também para a complementaridade entre a análise macroeconómica ancorada em modelos e as análises de base microeconómica focadas no comportamento das empresas e das famílias individuais. A primeira clarifica as interligações entre diferentes tipos de decisões e mercados enquanto a segunda sublinha a heterogeneidade existente em cada classe de agentes económicos.

Tal como detalhado na Parte 1 do Tema em destaque, as autoridades de política dos diferentes países e as instituições internacionais com competências na área económica têm procurado avaliar estas diferentes dimensões de análise, adotando um largo leque de políticas tendentes a mitigar o impacto da pandemia e das correspondentes medidas de contenção. Em primeiro lugar, na perspectiva de preservar no curto prazo a capacidade produtiva instalada, têm sido tomadas medidas que visam o apoio à liquidez das empresas, designadamente através de moratórias ao pagamento de juros e capital relativos a créditos contraídos, criação de linhas de crédito bonificadas e garantias públicas sobre novos créditos, adiamento do cumprimento de obrigações fiscais, bem como a possibilidade de implementar *layoffs*, com redução parcial de salário para os trabalhadores e custos partilhados entre as empresas e a segurança social.

Neste âmbito, o exercício realizado na Parte 2 revela que a percentagem de empresas portuguesas que não dispõem de liquidez suficiente para fazer face aos custos fixos aumenta de forma não linear com o número de dias de redução da atividade. Esta percentagem é mais elevada no grupo das empresas de maior dimensão e no setor do alojamento e restauração. Num cenário em que se considere a adoção da medida de *layoff* esta percentagem reduz-se de forma substancial.

As medidas de apoio à liquidez permitirão também preservar a situação de capital das empresas, promovendo a sua solvência a longo prazo e evitando, tanto quanto possível, a destruição permanente de capacidade produtiva. Adicionalmente, em alguns países foram lançados programas específicos de recapitalização de empresas visando dinamizar o seu investimento e aumentar as probabilidades de ganho de quota de mercado no período pós-pandemia. A necessidade de assegurar que estes apoios não se traduzem em desvantagens para as empresas dos países com menores recursos financeiros é um dos desafios mais importantes que se colocam às autoridades da UE. Estas políticas têm uma natureza microeconómica, especificando as condições que as empresas devem cumprir para a elas aceder. Porém, pela sua dimensão e abrangência, têm efeitos agregados, incluindo em termos do nível da despesa e das responsabilidades contingentes das administrações públicas.

Em paralelo, foram iniciadas medidas tendentes a apoiar a situação financeira das famílias. Tais medidas visam evitar o surgimento e o agravamento de situações de pobreza que conduzem à exclusão social, com impactos muito marcados e duradouros no bem-estar dos indivíduos e reflexos na atividade económica ao nível agregado. Estas políticas incluem primeiramente a ajuda à manutenção dos postos de trabalho através dos mecanismos de *layoff*, mas também moratórias ao pagamento de juros e capital relativos a alguns créditos contraídos pelas famílias e prestações sociais específicas. Também neste caso as medidas tomadas têm uma natureza microeconómica, envolvendo condicionalidade, mas terão impacto agregado através da sustentação das despesas de consumo do conjunto das famílias.

O exercício apresentado na Parte 2 do Tema em destaque revela que, tal como seria antecipável, a redução da atividade produtiva decorrente das medidas de contenção da pandemia tem um

impacto negativo sobre o rendimento disponível das famílias portuguesas e, conseqüentemente, sobre as suas decisões de consumo. De acordo com os resultados, este impacto é transversal a todas as famílias mas é mais acentuado naquelas com maior rendimento e nas que pertencem aos escalões etários mais jovens. A evidência microeconómica permite identificar as famílias cujos rendimentos não são afetados pela pandemia e aquelas cuja queda de rendimento no curto prazo é mitigada pelas medidas de apoio ao rendimento, particularmente o *layoff*.

Em termos de política macroeconómica, nos primeiros dias foram tomadas decisões muito importantes por parte dos bancos centrais. O anúncio e a criação de condições para a concessão de liquidez em larga escala visou estabilizar os mercados financeiros internacionais pela via da sustentação dos preços dos ativos, incrementando também a confiança dos agentes. Conseqüentemente, no contexto da área do euro, espera-se que seja possível estabilizar as taxas de juro aplicadas aos agentes privados e aos Estados, reduzindo a probabilidade de cenários de fragmentação financeira como os que ocorreram por ocasião da crise da dívida soberana. Tal como discutido na Parte 1 do Tema em destaque, esses cenários adensariam os riscos atualmente existentes e prejudicariam grandemente a evolução da atividade económica em todos os países, com impactos também muito adversos ao nível dos balanços das instituições de crédito. Nesta dimensão, foram anunciadas algumas alterações regulatórias que mitigam as pressões sobre a solvabilidade dos bancos. As alterações regulatórias interagem com as políticas microeconómicas de apoio às empresas e famílias, alargando o impacto potencial de cada uma destas intervenções. Em termos orçamentais, a dimensão macroeconómica das políticas prende-se com a ação dos denominados estabilizadores automáticos, à qual se somam as despesas e as responsabilidades assumidas por via das intervenções junto das famílias e das empresas e as despesas de saúde diretamente ligadas à pandemia.

Em resultado da forte integração económica existente, praticamente todas as decisões de política têm implicações externas e são condicionadas pela participação dos países em diversos tipos de acordos internacionais. No entanto, a coordenação ao nível global tem sido praticamente inexistente no contexto da atual crise pandémica. A existência de um défice de liderança e de respostas integradas a problemas comuns dificultará a resolução da crise. Ao nível da UE tem existido uma ação comum na análise dos problemas e da concessão de liquidez. Porém, relativamente ao necessário reforço dos mecanismos de partilha de risco entre Estados-Membros, o processo não está ainda plenamente concretizado, tal como discutido na Parte 1 do Tema em destaque.

O estudo dos efeitos económicos da pandemia COVID-19 está ainda no início. As primeiras análises relativas a estes impactos e as avaliações sobre os efeitos das políticas virão a ser alargadas e robustecidas à medida que nova informação seja recolhida e que novos estudos venham a ser elaborados e escrutinados. Futuros estudos deverão ter em consideração o impacto sobre o conjunto dos agentes económicos, ou seja, não apenas famílias e empresas, mas também instituições financeiras e o soberano, bem como analisar horizontes temporais mais longos. No entanto, a política económica deve agir de forma tempestiva, o que na situação atual implica a tomada de decisões com informação parcial e em contexto de grande incerteza. A magnitude do choque económico causado pela pandemia e as suas conseqüências sociais no curto e longo prazo exigiram intervenções rápidas. As decisões tomadas estão naturalmente sujeitas a adaptações e aperfeiçoamentos em função de alterações nas circunstâncias vigentes em cada momento. No entanto, dada a estrutura e dimensão da economia portuguesa, as políticas nacionais não poderão deixar de ter em conta a realidade internacional, particularmente no quadro da UE. Do igual modo, as considerações sobre as restrições de recursos públicos e privados no médio e longo prazo não devem ser esquecidas.

O desafio colocado à sociedade portuguesa pela pandemia COVID-19 é muito exigente. Tal como foi demonstrado em crises anteriores, a flexibilidade e capacidade de resposta das empresas, aliadas a uma forte coesão social serão determinantes para minimizar as dificuldades, num quadro de reforço da integração europeia.

1 Impacto macroeconómico e respostas de política

1.1 Impacto macroeconómico

A pandemia do novo coronavírus representa um choque sobre a economia mundial sem precedente histórico recente. A epidemia afetou numa primeira fase a China e outros países asiáticos, mas propagou-se rapidamente à Europa e aos EUA. As medidas de contenção implementadas para limitar a taxa de propagação do vírus e manter a capacidade de resposta dos sistemas de saúde têm implicado a paragem de uma parte substancial da atividade económica durante um período de tempo que poderá ser alargado. Esta redução na atividade é motivada pela necessidade de achatar a curva epidemiológica (que descreve o número de infetados em cada momento) e, dessa forma, evitar o congestionamento dos sistemas de saúde e limitar a mortalidade resultante das infeções. Neste contexto, não obstante o atual cenário de contenção das taxas de propagação, a menor exposição ao vírus por parte de uma grande parte da população implica uma elevada probabilidade de ocorrência de novas ondas de contágio, até que uma vacina ou tratamento para a COVID-19 estejam disponíveis a nível global.¹

A gravidade das consequências económicas dependerá de vários fatores, nomeadamente a duração da pandemia, a duração e extensão das medidas de contenção e a implementação de medidas de política económica em resposta à crise, incluindo medidas de apoio ao sistema de saúde, à liquidez das empresas e ao rendimento das famílias. Perceber os canais através dos quais a pandemia afeta a atividade económica e os *trade-offs* que os agentes económicos e os decisores políticos enfrentam é de relevância extrema, nomeadamente para que se possa desenhar uma política económica capaz de mitigar adequadamente os efeitos da crise.

A pandemia COVID-19 e as medidas de contenção representam choques sem precedentes quer do lado da oferta quer do lado da procura, amplificados pelo efeito de reduções dos níveis de confiança. Do lado da oferta, as perturbações devem-se principalmente às medidas de confinamento, que reduzem a mobilidade dos agentes e levam ao encerramento ou redução da atividade de uma parte significativa de empresas. Embora o teletrabalho seja uma possibilidade em algumas atividades, a produtividade poderá ser condicionada no contexto de distanciamento social, e em muitos setores a única solução é o encerramento de empresas.² Adicionalmente, a perturbação assinalável das cadeias de valor globais tende a amplificar os efeitos do lado da oferta, pela via de interrupção nos fornecimentos de bens intermédios necessários à produção.

A pandemia também constitui um acentuado choque do lado da procura. Um número significativo de trabalhadores desempregados ou em *layoff* leva a uma redução do rendimento disponível. Simultaneamente, um aumento acentuado da incerteza quanto à situação financeira futura das famílias induz à poupança por motivo de precaução. Este efeito é amplificado pelo facto das medidas de confinamento reduzirem as oportunidades de consumo, dado o encerramento da maior parte do comércio a retalho presencial e de atividades que implicam uma aglomeração de indivíduos. Do lado das empresas, o aumento da incerteza leva a uma menor propensão para investir, o que também deprime a procura.

1. Foi o que aconteceu por exemplo na Gripe Espanhola, que apresentou três picos de infeção entre 1918 e 1920.

2. Dingel e Neiman (2020) estimam que cerca de 34% das tarefas associadas aos postos de trabalho nos EUA podem ser efetivamente realizadas a partir de casa. Para alguns países europeus, Boeri, Caiumi e Paccagnella (2020) estimam que a percentagem de trabalhos passíveis de serem feitos remotamente é relativamente baixa, rondando 30% na Alemanha, França, Suécia e Reino Unido, 25% em Espanha e menos de 24% em Itália.

O efeito sobre a inflação é difícil de avaliar devido à confluência de fatores que influenciam os preços em sentidos contrários. A contração da oferta em mercados onde as quebras na atividade foram mais intensas é acompanhada por dinâmicas nas decisões de procura que dependem da natureza dos bens e serviços. Neste cenário, serão de esperar alterações relevantes nos preços relativos. Adicionalmente, as alterações marcadas nos preços de algumas matérias-primas, como por exemplo o petróleo, acrescentam incerteza à evolução das taxas de inflação.

Os choques do lado da procura e do lado da oferta terão também um impacto assinalável sobre os fluxos de comércio internacional. Tal como aconteceu na crise económica e financeira internacional de 2008, observa-se um colapso das trocas de bens e serviços, também em resultado da dificuldade em estabelecer seguros de comércio. A redução dos fluxos de comércio é amplificada pelo facto de algumas das economias mais afetadas pela propagação do coronavírus terem um papel central em termos das cadeias de valor internacionais. Estas cadeias densificaram-se ao longo das últimas duas décadas em torno da China, Alemanha e EUA, tornando-as vulneráveis a choques que afetem particularmente estas economias. O facto da pandemia não ser totalmente sincronizada implica ainda que a disrupção da atividade a nível global seja prolongada. Adicionalmente, poderão existir efeitos negativos de longo prazo da pandemia sobre o comércio associados, por exemplo, à intensificação de pressões protecionistas que se sobreponham à expetável reconfiguração das cadeias de valor globais decorrente da decisão das empresas em diversificar fontes de abastecimento e manter maiores *stocks* de produtos intermédios.

Uma questão central prende-se com a quantificação do impacto macroeconómico destes diferentes choques e da consequente resposta de política. Esta quantificação é particularmente complexa em resultado da natureza particular do choque pandémico e dos elevados níveis de incerteza que continuam a prevalecer. No entanto, é possível inferir alguma informação parcial através de indicadores particularmente sensíveis às perspetivas dos agentes económicos. A resposta dos mercados financeiros e de matérias-primas nas últimas semanas sugere que a generalidade dos agentes económicos antecipa um impacto muito significativo. Os principais índices acionistas caíram entre 20% e 25% no mês de março, quando se tornou evidente que a propagação do vírus na Europa e América do Norte iria tornar inevitável a adoção de medidas de contenção mais drásticas, ao passo que o preço do petróleo caiu cerca de 65% desde o início do ano, pressionado por perspetivas muito negativas para a procura global. No mercado obrigacionista observou-se um primeiro movimento de valorização, particularmente notório nos EUA onde a taxa de juro a 10 anos atingiu um novo mínimo histórico, que foi parcialmente revertido no início de março, possivelmente denotando algum receio sobre o impacto orçamental das medidas de política entre-tanto anunciadas. A subida das taxas de juro foi mais acentuada nos países da área do euro com níveis de dívida pública mais elevados, mas foi em larga medida revertida após o anúncio de medidas pelo BCE.

A quantificação da magnitude do impacto deste choque pode ser enquadrada pela análise do que aconteceu em pandemias anteriores, em particular na Gripe Espanhola.³ No entanto, os resultados desta literatura têm de ser interpretados com cautela dadas as alterações profundas na forma de funcionamento da economia mundial e porque a atual paragem da atividade económica atinge um nível e uma sincronização sem precedentes.

Os estudos sobre a Gripe Espanhola⁴ de 1918-20 mostram que, em geral, os efeitos económicos foram severos e que medidas atempadas de contenção podem reduzir a gravidade da epidemia.

3. No século XX verificaram-se três pandemias: a Gripe Espanhola de 1918, a Gripe Asiática de 1957 e a Gripe de Hong Kong de 1968. No século XXI, já se registaram quatro pandemias: a Síndrome Respiratória Aguda Grave (SARS no acrónimo em língua inglesa) em 2002, a gripe causada pelo vírus H1N1 em 2009, a Síndrome Respiratória do Médio Oriente (MERS no acrónimo em língua inglesa) em 2012 e o Ébola, que atingiu o pico em 2013-14.

4. Refira-se que Gripe Espanhola atingiu uma proporção da população mundial bastante mais elevada do que a registada até ao momento na pandemia COVID-19, cuja letalidade ainda está por esclarecer. Adicionalmente há que considerar os avanços tecnológicos na medicina ocorridos desde então e a maior cobertura dos sistemas de saúde atuais.

O estudo de Barro, Ursúa e Weng (2020) utiliza dados da Gripe Espanhola em vários países para inferir os impactos da pandemia COVID-19. Os resultados do estudo apontam para um impacto médio no PIB *per capita* de -6.0% no conjunto do período 1918-1920 e um efeito positivo mas temporário sobre a inflação, revertido após um trimestre. O estudo de Correia, Luck e Verner (2020), que incide sobre as consequências económicas da Gripe Espanhola nos EUA, apresenta igualmente efeitos económicos assinaláveis e persistentes da pandemia, sendo também relevantes canais quer do lado da oferta quer do lado da procura. Os resultados mostram ainda que as cidades que introduziram medidas de contenção mais cedo e de forma mais intensa foram também aquelas que apresentaram um crescimento mais rápido depois do fim da pandemia, apontando para os benefícios globais destas medidas, não obstante a existência de custos económicos no curto prazo.⁵ Adicionalmente, num estudo sobre a Gripe Espanhola na Dinamarca, Dahl et al. (2020) mostram que as zonas mais severamente afetadas apresentaram quedas no rendimento no curto prazo, sugerindo que a epidemia levou a uma recessão com uma recuperação total da atividade após dois a três anos.

Vários estudos muito recentes tentam avaliar o impacto macroeconómico da pandemia COVID-19 utilizando modelos económicos estruturais, que têm a vantagem de possibilitar a compreensão dos canais de transmissão, a sua importância relativa e potenciais *trade-offs*. Os resultados destes modelos tendem a apresentar efeitos macroeconómicos significativos, embora a magnitude do impacto estimada nos estudos apresentados nas primeiras semanas da pandemia esteja já desatualizada em virtude desta se ter revelado mais grave, levando a medidas de contenção mais extensas do que inicialmente considerado. A generalidade dos resultados corrobora a desejabilidade de introdução de medidas de contenção, não obstante o *trade-off* existente entre os objetivos de limitação do contágio e de mitigação do impacto da paragem das atividades económicas.⁶ A generalidade das análises aponta também para efeitos negativos muito persistentes sobre a atividade, em larga medida devido à destruição de capacidade pela via do encerramento permanente de empresas e à interrupção do processo de acumulação de fatores produtivos, traduzida por exemplo no adiamento de investimento (em capital físico, capital humano e I&D) ou na menor criação de empresas. Assim, não se vislumbraria nos próximos anos um retorno à trajetória prevista antes da pandemia. Contudo, poderão existir efeitos positivos associados, por exemplo, a uma maior digitalização das economias com impacto positivo sobre o crescimento potencial.

No que respeita ao *trade-off* subjacente à decisão sobre o grau de confinamento, a questão essencial tem a ver com a existência de externalidades que, por não serem tomadas em consideração na escolha dos agentes privados, conduzem a um equilíbrio que não corresponde à maximização do bem-estar social. Neste contexto, Alvarez, Argente e Lippi (2020) utilizam um modelo simples para analisar a escolha ótima dum decisor que pretende travar a evolução da pandemia e simultaneamente minimizar o custo das medidas de confinamento (*lockdown*), por vezes também designadas de medidas de distanciamento social.⁷ Os autores concluem que a escolha ótima envolve um confinamento profundo que deve ser imposto pouco depois do primeiro caso identificado e retirado de forma gradual.⁸

5. Note-se que o tipo de medidas de contenção introduzidas na altura se assemelham às medidas utilizadas agora na pandemia COVID-19, incluindo o fecho de escolas, teatros e igrejas, a proibição de eventos públicos com elevada concentração de pessoas bem como de funerais, quarentena obrigatória para casos suspeitos e restrição aos horários de funcionamento de diversos estabelecimentos, embora o grau de implementação destas medidas possa ter sido diferente.
6. Glover et al. (2020) argumentam que as políticas de confinamento têm impactos distributivos significativos, o que justifica que grupos diferentes da população prefiram políticas diferentes.
7. O modelo usado para formalizar o problema inclui um modelo epidemiológico SIR (iniciais das palavras inglesas *Susceptible*, *Infected* e *Recovered*) e uma economia linear e foi parametrizado usando dados da pandemia COVID-19. Neste modelo o único instrumento à disposição do planeador para travar a economia é o confinamento.
8. Toxvaerd (2020) também analisa o distanciamento social espontâneo, ou seja, não imposto pelas autoridades, numa tentativa dos indivíduos se protegerem da infeção, concluindo que mesmo não sendo imposto o distanciamento social acaba por ocorrer, levando ao achatamento da curva epidemiológica.

Jones, Philippon e Venkateswaran (2020) também analisam a escolha ótima de um decisor na presença de externalidades associadas ao contágio e aos custos duma pandemia. À semelhança do artigo de Alvarez, Argente e Lippi (2020), os autores concluem que a resposta ótima de um planeador social envolve uma política de mitigação precoce. Esta política permite diminuir significativamente a taxa de mortalidade, apesar de uma queda inicial significativa do consumo.⁹ No modelo utilizado, as famílias mitigam o contágio reduzindo o consumo, reduzindo as horas trabalhadas e fazendo teletrabalho, mas como tomam em consideração apenas o risco de serem infetadas e não o de infetarem outras e o correspondente impacto numa possível congestão do sistema de saúde, os seus esforços de mitigação são inferiores ao ótimo social. Este poderá ser atingido por um planeador social que toma em consideração ambas as externalidades.¹⁰

O trabalho de Eichenbaum, Rebelo e Trabandt (2020) também ilustra a interação entre as decisões económicas dos agentes, das autoridades e a evolução da epidemia, mas, ao contrário dos artigos discutidos acima, a análise centra-se no equilíbrio concorrencial.¹¹ De acordo com o modelo utilizado, as decisões de redução de consumo e das horas trabalhadas diminuem a gravidade da epidemia (medida pelo número de mortes), mas exacerbam a gravidade da recessão económica. Embora as medidas de contenção ótimas acentuem a recessão económica, também aumentam o bem-estar porque reduzem o número de mortes causadas pela epidemia, mais uma vez fornecendo evidência sobre a desejabilidade de implementação de tais medidas.¹²

Da mesma forma que as políticas de confinamento possibilitam o abrandamento do contágio e a contenção dos efeitos da epidemia, as autoridades podem e devem acionar um conjunto de políticas que permitam mitigar os efeitos económicos das medidas de contenção. O trabalho de Guerrieri, Lorenzoni, Straub e Werning (2020) analisa estas escolhas de política num modelo *neo-Keynesiano* multissetorial com mercados incompletos. Neste modelo, choques de oferta geram insuficiência de procura, o que leva a uma contração do produto e emprego mais significativa do que a dimensão do choque inicial sugeriria. Esta característica parece descrever bem a situação atual em várias economias. Neste contexto, os autores mostram que medidas de estímulo orçamental são menos eficazes e o impacto da política monetária pode ter efeitos maiores, desde que esta não esteja estrangulada pelo limite inferior das taxas de juro. Em termos da análise de política ótima, medidas de confinamento em setores com um nível elevado de contactos e medidas que garantam o pagamento integral dos salários aos trabalhadores afetados podem ser ótimas, apesar da menor eficácia da política orçamental.

A generalidade dos estudos acima citados assume que o choque associado à pandemia é de natureza temporária. Não existe muita evidência empírica sobre os efeitos de longo prazo de pandemias e os trabalhos existentes apresentam resultados díspares. Um trabalho recente de Jordá, Singh e Taylor (2020) estuda as consequências macroeconómicas de longo prazo de pandemias, olhando para o efeito médio de vários eventos pandémicos (sobretudo na Europa) na taxa de juro real natural. De acordo com esta análise, a taxa de juro real natural cai nas décadas seguintes a uma pandemia voltando ao nível que seria de esperar na ausência da pandemia apenas quatro décadas mais tarde. Refira-se no entanto que os episódios pandémicos considerados são persistentes e com níveis de mortalidade muito elevados, pelo que a comparação com a situação atual deve ser feita com cuidado.

9. A análise usa uma extensão do modelo neoclássico que inclui um modelo epidemiológico SIR.

10. Piguillem e Shi (2020) também analisam a resposta ótima à pandemia, concluindo que medidas extremas de contenção são ótimas apesar do elevado custo em termos do produto no curto prazo. O desejo de moderar os custos de curto prazo leva a uma redução da intensidade do confinamento mas à sua extensão temporal ainda com uma redução significativa da atividade. A possibilidade de testagem aleatória ao complementar ou substituir o confinamento, gerando ganhos de bem-estar.

11. Este trabalho utiliza um modelo macroeconómico real com apenas um setor e que incorpora o modelo epidemiológico SIR.

12. De acordo com os resultados, o nível ótimo das medidas de contenção evita cerca de um milhão de mortes nos EUA.

1.2 Respostas de política

1.2.1 Política orçamental

A natureza do choque provocado pela pandemia exige uma resposta de política orçamental diferente da habitual. O efeito dos estabilizadores automáticos – decorrente de um aumento das transferências com subsídios de desemprego e de doença ou de uma diminuição automática da receita fiscal – será importante, mas limitado, face à magnitude dos efeitos diretos da pandemia e das necessárias medidas de contenção sanitária entretanto adotadas.

A generalidade dos governos das economias avançadas adotou um conjunto de medidas discricionárias com um impacto orçamental significativo que podem dividir-se genericamente em três grupos, consoante a sua incidência: medidas de sustentação dos sistemas de saúde; medidas de proteção social das famílias; e medidas de apoio às empresas e ao setor produtivo (ver taxonomia simplificada no Quadro II.1.1).

Estas políticas não configuram um convencional estímulo da procura, que provavelmente não teria um impacto imediato significativo tendo em conta o atual racionamento de parte importante da oferta (Guerrieri et al., 2020). De facto, as medidas anunciadas estão direcionadas à resolução de problemas específicos, decorrentes diretamente da pandemia e das medidas de contenção sanitária, que condicionam de forma decisiva a atividade de muitos setores da economia.

A prioridade imediata centra-se no esforço de salvar vidas e mitigar o impacto da pandemia na saúde da população, implicando um aumento significativo da despesa, seja com meios de diagnóstico e tratamento, seja com o investimento na busca de uma nova vacina. Adicionalmente, as medidas parecem ter dois outros grandes objetivos: em primeiro lugar, minimizar os efeitos negativos do choque sobre os grupos da população mais afetados; em segundo lugar, garantir que a atividade económica seja retomada com o mínimo de disrupção, assim que as medidas de confinamento sejam levantadas ou mitigadas.

O primeiro objetivo é assegurado por um conjunto de medidas de proteção social, que ajudarão a minimizar o impacto assimétrico do choque sobre a distribuição de rendimento das famílias e a permitir uma implementação eficaz das regras de confinamento. Estas medidas serão particularmente importantes para os trabalhadores dos setores de atividade mais afetados e para as famílias com menos poupanças ou com mais dificuldades de acesso a crédito, como fica patente no caso das famílias portuguesas analisado na Parte 2 deste Tema em destaque. Destacam-se neste âmbito o alargamento dos critérios de elegibilidade para o subsídio de desemprego e a introdução de apoios a trabalhadores independentes ou outros não abrangidos pela segurança social.

O segundo objetivo é mais centrado no médio prazo, procurando assegurar que as empresas estarão preparadas para retomar os níveis normais de atividade assim que possível. Destacam-se aqui medidas de suporte ao *layoff* temporário, que permitem ultrapassar o lento ajustamento que caracteriza o mercado de trabalho e manter a capacidade produtiva disponível para retomar o processo produtivo mais rapidamente. Por outro lado, será premente garantir a sustentabilidade financeira das empresas, procurando evitar insolvências ineficientes e um potencial efeito de cascata que pudesse afetar o sistema financeiro. Neste âmbito, os pacotes orçamentais incluem também várias medidas de apoio financeiro às empresas, que procuram evitar que problemas de liquidez se transformem em problemas de solvência, incluindo subsídios diretos, adiamento de pagamento de impostos, empréstimos, garantia de créditos a prover pelo sistema bancário e moratórias no cumprimento do serviço de dívidas financeiras. A celeridade na operacionalização destes mecanismos constitui um factor importante para o seu sucesso. As medidas de proteção social discutidas anteriormente também são importantes para este objetivo, uma vez que permitem sustentar a situação financeira das famílias e a correspondente procura por bens e serviços a médio prazo.

Quadro II.1.1 • Uma taxonomia das medidas de política orçamental adotadas como resposta aos efeitos da pandemia COVID-19

Sistemas de saúde

1. Assegurar diagnóstico e tratamento de toda a população (serviço universal)
 2. Aumentar e otimizar a capacidade dos recursos humanos
 - 2.1. Simplificação dos processos de recrutamento
 - 2.2. Mobilização de profissionais de saúde inativos
 - 2.3. Aumento de horas extraordinárias
 - 2.4. Adiamento de atos médicos menos urgentes
 3. Aumentar e otimizar a capacidade dos recursos físicos
 - 3.1. Aumento da despesa em meios de diagnóstico e tratamento
 - 3.2. Aumento dos espaços de diagnóstico e tratamento (necessidade de isolamento)
 - 3.3. Imposição de limites aos preços de medicamentos e produtos médicos
 - 3.4. Melhorias nas tecnologias digitais
 - 3.5. Aumento dos recursos aplicados em I&D para vacinas e tratamentos
-

Proteção social

1. Alargamento de apoios sociais
 - 1.1. Extensão de subsídio de desemprego a trabalhadores não elegíveis anteriormente
 - 1.2. Introdução de apoios a trabalhadores independentes e empresários em nome individual
 - 1.3. Introdução de apoio social temporário a indivíduos não abrangidos pela segurança social (p.ex. economia informal)
 - 1.4. Flexibilização no acesso e aumento do subsídio de doença
 - 1.5. Melhoria da capacidade administrativa para tratar os processos de subsídio de desemprego
 2. Minimizar encargos financeiros das famílias
 - 2.1. Adiamento ou cancelamento de obrigações fiscais e com sistemas de segurança social
 - 2.2. Concessão de moratórias aos créditos existentes e flexibilização no mercado de arrendamento
 3. Promover manutenção das relações de trabalho
 - 3.1. Subsídio de *layoffs* temporários a trabalhadores em isolamento profilático ou em apoio à família
 - 3.2. Apoios extraordinários à formação profissional
 - 3.3. Divulgação e disponibilização de ferramentas digitais de apoio ao teletrabalho
-

Empresas

1. Promover acesso a liquidez
 - 1.1. Abertura de linhas de crédito (sistema financeiro tradicional) com juro bonificado e garantia estatal
 - 1.2. Criação de fundos de apoio a setores específicos
 - 1.3. Concessão de empréstimos por bancos ou agências governamentais
 - 1.4. Adiantamentos por conta de fundos comunitários
 2. Minimizar encargos financeiros das empresas
 - 2.1. Adiamento ou cancelamento de obrigações fiscais e com sistemas de segurança social
 - 2.2. Concessão de moratórias aos créditos existentes
 - 2.3. Diferimento de reembolsos de fundos comunitários
 - 2.4. Suspensão da recuperação de dívidas fiscais ou flexibilização de planos de pagamento existentes com extensão da duração
 3. Promover manutenção das relações de trabalho
 - 3.1. Introdução de subsídios em contrapartida de manutenção de postos de trabalho e/ou aumento das horas trabalhadas
 - 3.2. Flexibilização de regras existentes para *layoff* empresarial
-

Fontes: FMI, OCDE e *sites* de autoridades nacionais.

O montante das medidas anunciadas representa um estímulo orçamental muito significativo na generalidade dos países avançados. O FMI estima um impacto direto sobre o défice orçamental entre 1 p.p. e 7 p.p. do PIB nas economias do G7. Adicionalmente, será necessário considerar o montante com empréstimos e injeções de capital, que têm já um impacto imediato na dívida pública, a que se poderão ainda acrescentar as responsabilidades contingentes decorrentes das garantias concedidas. No seu conjunto, as medidas já anunciadas poderão ascender a mais de 30 p.p. do PIB em alguns países.¹³

13. Ver *Fiscal Monitor* do FMI, de abril 2020.

Refira-se que os períodos que se seguiram a grandes choques orçamentais, como os que decorreram de esforços com guerras ou como reação a grandes recessões económicas, foram marcados por aumentos significativos da dívida pública que demoraram muitos anos a ser revertidos. A literatura sugere que essa é uma resposta ótima quando o Estado não tem acesso a instrumentos de dívida contingentes e os impostos têm efeitos distorcionários¹⁴, embora seja muito importante ter em consideração o espaço orçamental disponível em cada país.

1.2.2 Coordenação europeia e mecanismos de partilha de risco

No contexto da atual pandemia, muitas vozes sugeriram a necessidade de uma atuação coordenada dos diferentes Estados-Membros da UE, juntamente com as instituições europeias, de forma a assegurar de forma mais explícita mecanismos de coordenação e de partilha de risco, em particular no âmbito da área do euro.

Em março de 2020 as principais instituições europeias tomaram algumas medidas importantes, como a suspensão das regras de disciplina orçamental por parte da Comissão Europeia e o anúncio de um novo programa de emergência para aquisição de títulos de dívida pública por parte do BCE (mais detalhes na secção seguinte).

Mais recentemente, no dia 23 de abril, o Conselho Europeu aprovou um conjunto de medidas propostas pelo Eurogrupo e que permitirão, ainda que de forma limitada, o lançamento de alguns programas direcionados a apoiar financeiramente os Estados-Membros no seu esforço de combate aos efeitos da pandemia. Destaca-se a aprovação do programa da Comissão Europeia relativo a *"temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency"* (denominado SURE), ao abrigo do qual poderão ser concedidos empréstimos aos Estados-Membros destinados a complementar os esforços nacionais relacionados com apoios à manutenção do emprego. O montante total dos empréstimos ascende a 100 mil milhões de euros, garantidos parcialmente pelos Estados-Membros. Registe-se também a aprovação da concessão de garantias ao Banco Europeu de Investimento no valor de 25 mil milhões de euros para empréstimos no valor de 200 mil milhões de euros a conceder especialmente às pequenas e médias empresas. Finalmente, será criado no âmbito do Mecanismo Europeu de Estabilidade um programa de apoio aos seus Estados-Membros, que poderá atingir 2% no PIB de cada país (o valor total poderá assim representar cerca de 240 mil milhões de euros), com o objetivo de financiar despesas de saúde direta ou indiretamente relacionadas com o tratamento e prevenção da COVID-19. No entanto, mantém-se a sujeição ao enquadramento europeu de vigilância e coordenação económica e orçamental. Note-se que a dívida emitida pelo MEE é garantida pelos Estados-Membros, o que facilita a mobilização de recursos com prazos de reembolso longos e a custos baixos.

No entanto, este mecanismo do MEE ainda se afigura insuficiente. Primeiro, não é evidente que todos os Estados-Membros acedam a este apoio. Pode persistir o estigma associado ao pedido de assistência, por este poder realçar as dificuldades de financiamento em mercado dos Estados-Membros, o que poderá resultar na ausência de pedidos. Segundo, os recursos disponibilizados são relativamente modestos não permitindo financiar todas as significativas medidas de política económica que serão aprovadas, ou que se afiguram necessárias, nos vários países. Sendo claro que se mantém a possibilidade de acesso a outros programas do MEE, as propostas recentes, e ainda não aprovadas, de alteração do tratado intergovernamental que instituiu o MEE ainda não tornavam expeditos os processos de decisão relativos a assistência financeira, permanecendo, uma vez mais, o estigma associado

14. Nestas condições, é preferível aumentar a dívida pública e distribuir os efeitos de choques orçamentais ao longo do tempo, de tal forma que a dívida e os impostos sigam um processo próximo de um passeio aleatório. Ver Barro (1979), Aiyagari et al. (2002) ou Marcat e Scott (2009).

a pedidos de assistência e um significativo potencial de turbulência, o que não contribuía para reforçar a rede de segurança europeia.

O Conselho Europeu de 23 de abril acordou ainda na necessidade de estabelecer um fundo de recuperação, que passará pela reprogramação e reforço do quadro financeiro plurianual para 2021-27. Foi anunciada a possibilidade do apoio aos Estados-Membros ser concretizado por uma combinação de empréstimos e subsídios da Comissão Europeia para financiar programas destinados a fazer face aos efeitos da pandemia. O aumento das responsabilidades inerentes poderá ser parcialmente financiado, no imediato, com emissão de dívida pela Comissão Europeia, que é garantida pelos Estados-Membros. A Comissão foi mandatada para apresentar uma proposta concreta a breve trecho.

A atual crise pandémica tornou mais urgente a tomada de decisões tendentes a reforçar a coordenação e os mecanismos de partilha de risco na União Económica e Monetária. Passada mais de uma década do início da crise que revelou as debilidades do enquadramento institucional da União Económica e Monetária, ainda não se completou o projeto da União Bancária, pelo que os riscos gerados nos sistemas bancários dos diferentes Estados-Membros ainda não são plenamente partilhados. Apesar de estar já instituída a supervisão comum dos bancos e um fundo de resolução comum em fase de constituição, ainda não houve acordo em relação a um sistema europeu de seguro de depósitos plenamente mutualizado ou em relação à criação de uma instituição europeia com suficiente autonomia e independência, responsável por tal sistema e pelas resoluções bancárias (ficando, assim, com as atuais competências do Conselho Único de Resolução), mas também pela eventual liquidação de bancos. Estes seriam passos importantes na internalização dos custos e benefícios das decisões tomadas relativamente a bancos ao nível da UE. Seria também prudente alguma flexibilidade em relação ao paradigma da resolução bancária e ao desenvolvimento da chamada União dos Mercados de Capitais.

Ainda que a materialização de muitos dos passos acima descritos pudesse atenuar os argumentos económicos a favor de alguma forma de federalismo fiscal convencional na União Económica e Monetária, o aprofundamento de um fundo orçamental europeu – com capacidade para lidar com as consequências de uma pandemia ou outros eventos extremos – poderia contribuir para reforçar o papel estabilizador da política orçamental, configurando um importante nível adicional de partilha de risco entre os Estados-Membros.

1.2.3 Política monetária

Tal como durante as crises financeira internacional e das dívidas soberanas, o BCE, a Reserva Federal norte-americana e outros bancos centrais têm reconhecido que uma das suas funções mais importantes é evitar o colapso de formas de liquidez anteriormente vistas como seguras. Este papel crucial dos bancos centrais é desempenhado através de ampla provisão de liquidez ou através de compras de ativos destinadas a eliminar a falta de confiança em outros ativos – não intrinsecamente inseguros – e que podem levar ao colapso na liquidez privada. Tal pode ser complementado com a ação dos governos na forma de garantias à liquidez privada (por exemplo, garantia de depósitos ou de unidades de participação em fundos do mercado monetário) ou compras diretas de ativos que suportam a liquidez privada.

Assim, desde o início de março de 2020, várias medidas foram tomadas pelos principais bancos centrais de modo a garantir uma ampla provisão de liquidez a custos mais reduzidos e o adequado funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária. Primeiro, foram reforçadas as linhas de *swap* cambial entre bancos centrais, que têm como objetivo facilitar a provisão de liquidez em moeda estrangeira aos bancos domésticos que dela necessitem. Vários bancos centrais com taxas de juro diretoras mais afastadas do limiar inferior efetivo reduziram-nas; por exemplo, as taxas de referência da Reserva Federal passaram do intervalo [1,5%, 1,75%] no início de março para o intervalo [0%, 0,25%] desde 15 de março e a taxa diretora do Banco de Inglaterra foi reduzida

50 pontos base para 0,25% no dia 11 de março e para 0,10% no dia 19 de março. Foram também facilitadas as condições de acesso a liquidez por parte dos bancos e reforçados ou reativados programas de compras de ativos, que incluem tanto dívida pública como dívida privada e até, no caso do Banco do Japão, unidades de participação em fundos de ações e fundos imobiliários.

No caso do BCE foi decidido a 12 de março implementar regras mais favoráveis nas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas e compras de ativos no valor de 120 mil milhões de euros até ao fim de 2020. No dia 18 de março, o BCE anunciou um novo programa de compra de ativos, designado *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), com um montante adicional de 750 mil milhões de euros e que, pela primeira vez desde o SMP, contempla a compra de títulos de dívida pública emitidos pela Grécia. Neste programa, são também eliminados os limites por emissão e por emitente de dívida soberana que caracterizavam o designado *Public Sector Purchase Programme*. Foi ainda decidido comprar papel comercial no âmbito do programa *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) e flexibilizar as condições relacionadas com o colateral elegível para operações de refinanciamento dos bancos.

No caso da Reserva Federal norte-americana realce-se também a possibilidade de concessão de empréstimos diretos a grandes empresas, em estreita cooperação com o Tesouro (através da constituição de veículos especiais, com capital do Tesouro e beneficiando de empréstimos da Reserva Federal) e ainda a compra de titularizações cujo ativo subjacente sejam variados tipos de crédito a famílias e a pequenas empresas, estes últimos quando beneficiem de garantias públicas. No caso do Reino Unido, refira-se que o Tesouro e o Banco de Inglaterra acordaram na extensão temporária de uma linha de crédito para fazer face à potencial iliquidez no mercado de dívida pública de curto prazo.

1.2.4 Medidas regulatórias, prudenciais e macroprudenciais

Para além das medidas de política orçamental e monetária, foram tomadas medidas macroprudenciais e outras relacionadas com a supervisão prudencial, em consonância com os objetivos da política monetária e de outras políticas económicas. Essas medidas passaram por relaxar variados requisitos de liquidez e de capital dos bancos, incluindo a libertação de reservas (*buffers*) anteriormente constituídas, e uma menor restritividade em alguns critérios de concessão de crédito, incluindo ao consumo. O objetivo é o de incentivar a concessão de crédito ou evitar um aperto das suas condições de oferta de crédito, embora existam também medidas que aliviam o reporte prudencial e a realização de determinados exercícios anteriormente exigidos (por exemplo, testes de esforço), que no contexto atual seriam desafiantes também do ponto de vista operacional. Existe ainda o objetivo explícito de não exigir reservas adicionais de capital aos bancos, caso os créditos a particulares e a empresas sejam renegociados no sentido de incluir períodos de carência temporários ou caso sejam aplicadas moratórias relativas ao pagamento de prestações possibilitadas pelas legislações nacionais. Esta coordenação sem precedentes resulta do reconhecimento da enorme importância dos mercados de crédito no contexto atual, o qual impõe desafios de liquidez significativos a empresas e famílias. Contudo, tais medidas apenas mitigam os desafios de liquidez de empresas e famílias e não são substitutas de injeções de capital.

1.2.5 Considerações finais

Este vasto conjunto de respostas de política não encontra precedentes no passado recente, em termos de dimensão financeira e amplitude de atuação. No entanto, deve sublinhar-se a enorme incerteza em torno dos impactos macroeconómicos da pandemia e também dos efeitos das medidas adotadas. A capacidade de mitigar de forma adequada os efeitos da crise económica e de promover as condições para o relançamento das economias exigirá um enorme esforço por parte das autoridades no sentido de avaliar efeitos indesejados – e de promover correções e adaptações –, mas também de reforçar políticas e antecipar novas respostas.

Referências

- Aiyagari, S. R., Marcet, A., Sargent, T. e Seppälä, J. (2002). "Optimal Taxation without State-Contingent Debt", *Journal of Political Economy*, Vol. 110, pp. 1220-54.
- Alvarez, F., Argente, D. e Lippi, F. (2020). "A Simple Planning Problem for COVID-19 Lockdown", *Working Paper no. 2020-34*, Macro Finance Research Program.
- Barro, R.J. (1979). "On the Determination of Public Debt", *Journal of Political Economy*, Vol. 87, pp. 940-71.
- Barro, R.J., Ursúa J. F.e Weng, J. (2020). "The coronavirus and the great influenza pandemic: lessons from the "Spanish Flu" for the coronavirus's potential effects on mortality and economic activity", Working Paper 26866, *NBER Working Paper Series*.
- Boeri, T., Caiumi, A. e Paccagnella, M. (2020). "Mitigating the work-safety trade-off", *COVID Economics – Vetted and Real-Time papers*, Issue 2, pp. 60-66, CEPR.
- Correia, S., Luck e Verner, E. (2020). "Pandemics Depress the Economy, Public Health Interventions Do Not: Evidence from the 1918 Flu", *mimeo*, 26 março 2020.
- Dahl, C. M., Hansen, C. W. e Jensen, P. S. (2020). "The 1918 epidemic and a V-shaped recession: Evidence from municipal income data", *COVID Economics – Vetted and Real-Time papers*, Issue 6, pp. 137-162, CEPR.
- Dingel, J. e Neiman, B. (2020). "How many jobs can be done at home?", *COVID Economics – Vetted and Real-Time papers*, Issue 1, pp. 16-24, CEPR.
- Eichenbaum, M., Rebelo, S. e Trabandt, M. (2020). "The Macroeconomics of Epidemics", *mimeo*, abril.
- Glover, A., Heathcote, J., Krueger, D. e José-Víctor Ríos-Rull (2020). "Health versus wealth: On the distributional effects of controlling a pandemic", *COVID Economics – Vetted and Real-Time papers*, Issue 6, pp. 22-64, CEPR.
- Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. e Werning, I. (2020). "Macroeconomic implications of COVID-19: Can negative supply shocks cause demand shortages?", *Working Paper 26918*, NBER.
- Hurst, I., Liadze, I., Naisbitt, B. e Young, G. (2020). "A preliminary assessment of the possible economic impact of the coronavirus outbreak: Update", *NiGEM Observations – No. 18*, National Institute of economic and Social Research.
- Jones, C., Philippon, T. e Venkateswaran, V. (2020) "Optimal Mitigation Policies in a Pandemic: Social Distancing and Working from Home", *mimeo*, abril.
- Jordà, O., Singh, S. R. e Taylor, A. M. (2020). "Pandemics: Long-run effects", *COVID Economics – Vetted and Real-Time papers*, Issue 1, pp. 1-15, CEPR.
- Marcet, A. e Scott, A. (2009). "Debt and Deficit Fluctuations and the Structure of Bond Markets", *Journal of Economic Theory*, Vol. 144, pp. 473-501.
- McKibbin, W. e Fernando, R. (2020). "The economic impact of COVID-19", in *Economics in the Time of COVID-19*, p.p. 45-52, Edited by Richard Baldwin and Beatrice Weder di Mauro, A VoxEU.org Book, CEPR.
- OCDE (2020). "Evaluating the initial impact of COVID-19 containment measures on economic activity", *OECD Technical Report*, abril 2020.
- Piguillem, F. e Shi, L. (2020). "The Optimal COVID-19 Quarantine and Testing Policies", *IEIF Working Paper 20/04*.
- Toxvaerd, F. (2020). "Equilibrium social distancing". Cambridge-INET Working Paper Series No: 2020/08, *Cambridge Working Papers in Economics: 2021*, Institute for New Economic Thinking, University of Cambridge.

2 Impactos de curto prazo sobre as empresas e as famílias portuguesas

A atual crise de saúde pública decorrente da pandemia COVID-19 representa um desafio significativo para as empresas e famílias portuguesas. Neste contexto, muitas empresas interromperam ou reduziram significativamente a sua atividade, o que se traduziu numa redução considerável das receitas. Esta situação representa, numa primeira fase, um forte desafio à liquidez das empresas, as quais continuam a ter responsabilidades permanentes, como sejam os salários dos seus funcionários. É possível que muitas destas empresas procurem reduzir as suas responsabilidades fixas despedindo trabalhadores, especialmente os que têm vínculos laborais mais precários, ou não renovando os contratos a termo. Numa segunda fase, dependendo da extensão temporal da atual crise, é previsível que a redução na receita tenha reflexo no capital das empresas portuguesas, as quais apresentam um rácio de alavancagem estruturalmente muito elevado. Dado o atual contexto de elevada incerteza, é expectável que muitas das empresas mais frágeis optem por cessar permanentemente a atividade, o que, a acontecer, terá um impacto significativo no emprego. Estas decisões têm necessariamente consequências no rendimento das famílias e na sua capacidade de pagar as suas despesas fixas, potenciando disrupções sociais e macroeconómicas.

Nesta Parte 2 do Tema em destaque apresentam-se os resultados de dois exercícios em que se procurou quantificar as consequências de curto prazo do atual contexto para as empresas e para as famílias. Os exercícios baseiam-se em hipóteses comuns relativamente ao impacto da pandemia na atividade das empresas de cada setor e utilizam dados microeconómicos que permitem levar em conta a forte heterogeneidade no tecido produtivo e social. Estas hipóteses refletem em larga medida os resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas (IREE) realizado pelo Banco de Portugal e pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), disponibilizados a 15 de abril.¹⁵ Os dois exercícios analisam também o impacto das principais medidas de mitigação dos efeitos da pandemia anunciadas pelo Governo, em particular o regime simplificado de redução temporária do período normal de trabalho ou suspensão do contrato de trabalho (vulgo *layoff*) para as empresas que se encontrem em situação de crise e a moratória sobre o crédito.¹⁶ O exercício relativo às famílias leva adicionalmente em consideração o impacto do apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente e do regime excecional para as situações de mora no pagamento da renda.¹⁷ Outras medidas, nomeadamente não-governamentais, não são consideradas na análise dada a maior dificuldade em definir a sua abrangência e critérios de acesso.

Na interpretação dos resultados obtidos é importante ter presente que estes não resultam de exercícios de avaliação de políticas, mas antes de simulações mecânicas, assentes em hipóteses simplificadoras, que procuram traduzir cenários plausíveis. Os exercícios efetuados têm como principal objetivo aferir o impacto de curto prazo da pandemia sobre a situação financeira das empresas e das famílias. A validade dos resultados é tanto menor quanto mais longe estiver o ponto de partida do exercício. Os exercícios também não consideram os custos implícitos no financiamento das medidas, nomeadamente o aumento da despesa pública durante os períodos de *layoff*, que podem ser consideráveis e são abordados na Parte 1 deste Tema em destaque.

15. De acordo com o inquérito realizado, os setores afetados pelo choque são “comércio”, “alojamento, restauração e similares” e “transporte e armazenagem”.

16. Decreto-Lei nº10-G/2020 e Decreto-Lei nº10-J/2020, respetivamente.

17. Decreto-Lei nº 12-A/2020 e Lei nº 4-C/2020, respetivamente.

No exercício relativo às empresas é estimada a percentagem daquelas que, no atual contexto de redução de atividade, não conseguem pagar os seus custos fixos depois de esgotar as reservas de caixa e os depósitos, bem como as linhas de crédito já contratualizadas. Adicionalmente, quantificam-se o montante do défice de liquidez e o número de trabalhadores associados às empresas nas quais os referidos recursos se esgotam. A análise é realizada com base em dados contabilísticos da Informação Empresarial Simplificada (IES) relativos ao último ano disponível (2018), que cobrem um universo de cerca de 430 mil empresas. Utilizou-se também a informação da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) para quantificar as linhas de crédito já aprovadas e não utilizadas pelas empresas. No caso das famílias, calcula-se o impacto da pandemia sobre o rendimento e sobre a capacidade das famílias pagarem as suas despesas básicas de consumo e cumprirem as suas responsabilidades financeiras de curto prazo. Nesta análise utilizaram-se os dados do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF) de 2017.

2.1 Empresas

Nesta secção apresenta-se um exercício de simulação em que se pretende quantificar a percentagem de empresas que deverá ter problemas de tesouraria na sequência da quebra da atividade económica provocada pela pandemia, bem como o montante do défice de liquidez e o número de trabalhadores que lhes estão associados. A situação de tesouraria das empresas depende das disponibilidades de ativos financeiros líquidos, nomeadamente caixa e depósitos, e da capacidade para gerar liquidez através da atividade. Adicionalmente, as empresas podem recorrer a fontes de financiamento externas como sejam o sistema bancário ou os seus acionistas. No entanto, com exceção das linhas de crédito já contratualizadas, estas fontes de liquidez estão associadas a um maior grau de incerteza.¹⁸ Considerou-se que as reservas de liquidez das empresas no horizonte de curto prazo do exercício correspondiam à soma dos montantes em caixa, depósitos e linhas de crédito pré-contratualizadas antes da pandemia e dos fluxos financeiros gerados pela atividade da empresa. Relativamente à caixa e depósitos, a melhor estimativa disponível ao nível micro são os dados da IES relativos a 31 de dezembro de 2018. Em termos agregados, estas reservas representam cerca de 35% da margem bruta anual das empresas. Em relação às linhas de crédito, consideraram-se os dados da CRC mais recentes, relativos a fevereiro de 2020. No total, estas linhas representam 12% da margem bruta anual das empresas. Os fluxos financeiros gerados pela atividade foram projetados a partir dos valores registados na IES de 2018 que são a melhor estimativa disponível para aproximar a situação existente no ponto de partida do exercício, tomado como o dia 18 de março, data em que foi decretado o estado de emergência. Estes valores foram afetados de acordo com hipóteses para o abrandamento da atividade económica diferenciadas por setor. Estas hipóteses resultam de um exercício de aferição do impacto das medidas de confinamento na atividade económica no mês de abril, considerando uma desagregação em 38 setores. Os choques considerados refletem em grande medida os resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas (IREE) realizado pelo Banco de Portugal e pelo Instituto Nacional de Estatística na semana de 6 a 10 de abril. Nos setores não cobertos pelo inquérito, as hipóteses refletem algum julgamento a partir de informação dispersa, incluindo a veiculada por associações empresariais (ver Caixa 1).

A capacidade das empresas gerarem fluxo de caixa para os seus acionistas é habitualmente medida a partir da demonstração de fluxos de caixa reportada na IES. No entanto, não se dispõe desta informação para o universo das empresas uma vez que as de menor dimensão não são obrigadas a fazer o seu reporte. Alternativamente, é possível obter uma medida aproximada do fluxo de caixa partindo dos lucros antes de juros, impostos sobre os lucros, depreciações e amortizações (EBITDA na designação em inglês) e somando a este valor os fluxos associados ao pagamento de impostos,

18. As linhas de crédito dividem-se entre irrevogáveis e potencialmente revogáveis, mediante determinadas condições. No contexto da moratória anunciada pelo Governo considerou-se que todas as linhas de crédito seriam irrevogáveis. Adicionalmente, assumiu-se o adiamento do pagamento dos juros sobre estas linhas de crédito.

aos investimentos de capital, a variações do fundo de maneiio e a variações do crédito. No exercício realizado assumiu-se que o EBITDA observado em 2018 é a melhor estimativa para a capacidade da empresa gerar EBITDA em cada ano. Adicionalmente, dado o contexto e o objetivo do exercício, considerou-se que as empresas não pagam impostos sobre os lucros durante o horizonte temporal do exercício, o fundo de maneiio mantém-se constante, as despesas de capital são interrompidas, os juros sobre o crédito não são pagos e o crédito de médio e longo prazo mantém-se inalterado.¹⁹ Nestas circunstâncias, a capacidade da empresa gerar fluxo de caixa é igual ao EBITDA.

O fluxo de caixa para o acionista foi dividido em duas componentes: a margem bruta (i.e. vendas menos custo das mercadorias vendidas) e os custos fixos operacionais. Os custos das mercadorias vendidas (CMV) englobam as rubricas contabilísticas de “custos das mercadorias vendidas e matérias consumidas” e “fornecimentos e serviços externos”. Os custos fixos operacionais (CFO) são calculados residualmente e correspondem largamente aos custos com pessoal (86%). Em termos agregados os custos fixos representam 51% da margem bruta das empresas, um número ligeiramente superior às reservas financeiras disponíveis em caixa, depósitos e linhas de crédito. A fim de captar o efeito da quebra da receita na capacidade das empresas gerarem liquidez, considera-se, por hipótese, que a margem bruta de cada empresa sofre um choque aleatório cujo valor esperado é igual para todas as empresas do mesmo setor.²⁰ Em contraste com a margem bruta, considera-se que os custos fixos operacionais são inadiáveis e que, portanto, a empresa tem que os suportar independentemente do volume de atividade. Dividindo os valores da margem bruta e dos custos fixos operacionais pelo número de dias úteis de um ano tem-se uma medida da capacidade diária da geração de fluxos de caixa da empresa que permite estimar o número de dias em que a empresa tem liquidez suficiente para pagar os custos fixos. A equação (1) apresenta a fórmula de cálculo das reservas de liquidez da empresa em função do número de dias úteis do choque:

$$Liquidez = (Caixa + Depósitos + Linhas) + \frac{(1 - Choque) \times (Vendas - CMV) - CFO}{253} \times \# \text{Dias} \quad (1)$$

O Gráfico II.2.1 apresenta a percentagem de empresas que não têm reservas de liquidez suficientes para pagar os custos fixos considerando vários cenários para o número de dias de quebra da atividade.²¹ Note-se que esta métrica é dominada pelas microempresas, as quais constituem a grande maioria das empresas portuguesas. Adicionalmente, apresenta-se a percentagem de empresas com défice mesmo sem choque, o que resulta do facto de algumas empresas terem uma margem bruta inferior aos custos fixos neste cenário. Esta medida é apresentada como referência a fim de melhor se avaliar o impacto do choque.

Os resultados do exercício revelam uma acentuada heterogeneidade. Para 40% das empresas, a margem bruta após os choques é superior aos custos fixos.²² Isto significa que estas empresas nunca registam um défice de liquidez neste exercício. Para os restantes 60%, a capacidade de pagar os seus

19. As hipóteses relativamente ao não pagamento dos impostos sobre os lucros, juros e capital em dívida encontra-se em linha com as medidas decididas pelo Governo, nomeadamente o Decreto-Lei n.º 10-F/2020, que estabelece um regime especial de cumprimento de obrigações fiscais e sociais, e o Decreto-Lei n.º 10-J/2020, que estabelece uma moratória. Os valores utilizados não tiveram em conta a possibilidade de adiamento do pagamento do IVA. O EBITDA foi adicionalmente ajustado de eventos extraordinários.

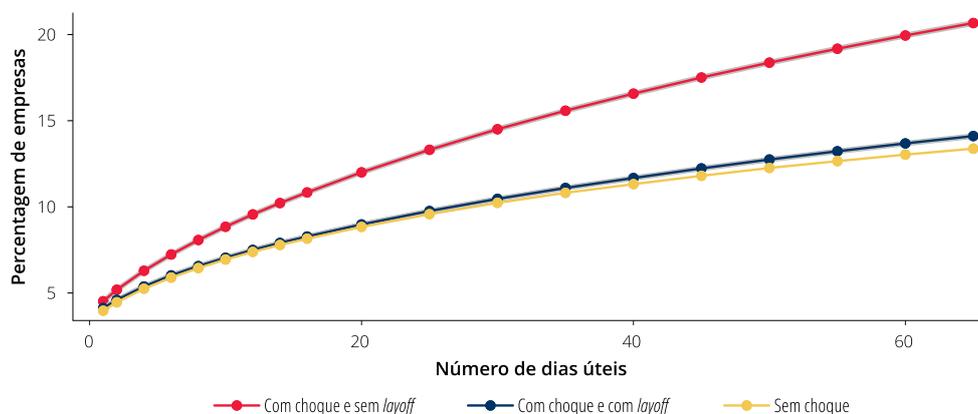
20. Os choques médios setoriais correspondem aos impactos estimados na atividade por ramo de atividade em resultado das medidas de confinamento durante o mês de abril (ver Caixa 1). Os choques aleatórios foram definidos usando uma desagregação de 38 setores. Dada a ausência de informação relativa à heterogeneidade ao nível da empresa, considerou-se que o choque seguia uma distribuição uniforme com a amplitude máxima compatível com o valor esperado assumido.

21. Dado que o choque dado a cada empresa é uma variável aleatória, dependendo da simulação a empresa pode ter défice de liquidez ou não. Para cada simulação, calcularam-se as diferentes métricas utilizadas nos gráficos, os quais apresentam o valor médio das simulações. Os resultados das simulações não são muito diferentes entre si, o que se pode ver pela amplitude do intervalo entre os percentis 5 e 95 das simulações para as diferentes métricas.

22. Estas empresas representam 76% do ativo mas apenas 30% do emprego.

custos fixos vai depender da extensão temporal do período de abrandamento de atividade e das reservas de liquidez que tenham. Estas empresas apresentam no entanto uma situação muito heterogénea, conforme as reservas de liquidez e a dimensão do choque. Assim, ao final de três meses (65 dias úteis), apenas 20% das empresas se encontram em défice de liquidez. No cenário de 40 dias, tomado como referência, a percentagem é de 17%. Este número seria no entanto muito superior caso as empresas não usassem as suas reservas de liquidez disponíveis sob a forma de caixa, depósitos ou linhas de crédito. Neste caso, todas as empresas em que a margem bruta é inferior aos custos fixos estariam em défice de liquidez (60%). Esta diferença realça a importância das empresas disporem de ativos financeiros líquidos como forma de precaução face a choques adversos inesperados. O Gráfico II.2.1 apresenta também a percentagem de empresas que regista um défice de liquidez após a adoção da medida de *layoff* simplificado. Esta medida destina-se a apoiar as empresas afetadas pela crise e a conter o aumento do desemprego. Entre outros benefícios, esta medida concede à empresa a isenção do pagamento de segurança social para todos os funcionários em *layoff* e uma redução em 1/3 da remuneração a pagar, sendo que o Estado compromete-se a conceder um apoio financeiro adicional à empresa empregadora no valor de 70% do remanescente.²³ Neste exercício, em linha com o estipulado no Decreto-Lei, considerou-se que todas as empresas que registam um choque na faturação superior a 40% pedem o acesso a este regime. Para cada empresa assumiu-se que apenas uma fração dos trabalhadores, igual ao valor do choque, entra efetivamente em *layoff*.²⁴ Quando se considera o efeito desta medida a percentagem de empresas que nunca regista défice de liquidez sobe de 40% para 54%. Adicionalmente, a percentagem de empresas com défice de liquidez evolui de forma menos acentuada à medida que se consideram períodos mais longos de abrandamento da atividade.

Gráfico II.2.1 • Empresas com défice de liquidez | Em percentagem



Notas: O número de dias úteis refere-se ao número de dias com quebra de atividade económica (ver Caixa 1). A linha denominada "sem choque" decorre da existência de empresas com margem bruta inferior aos custos fixos de acordo com a informação da IES 2018. Esta medida é apresentada como referência.

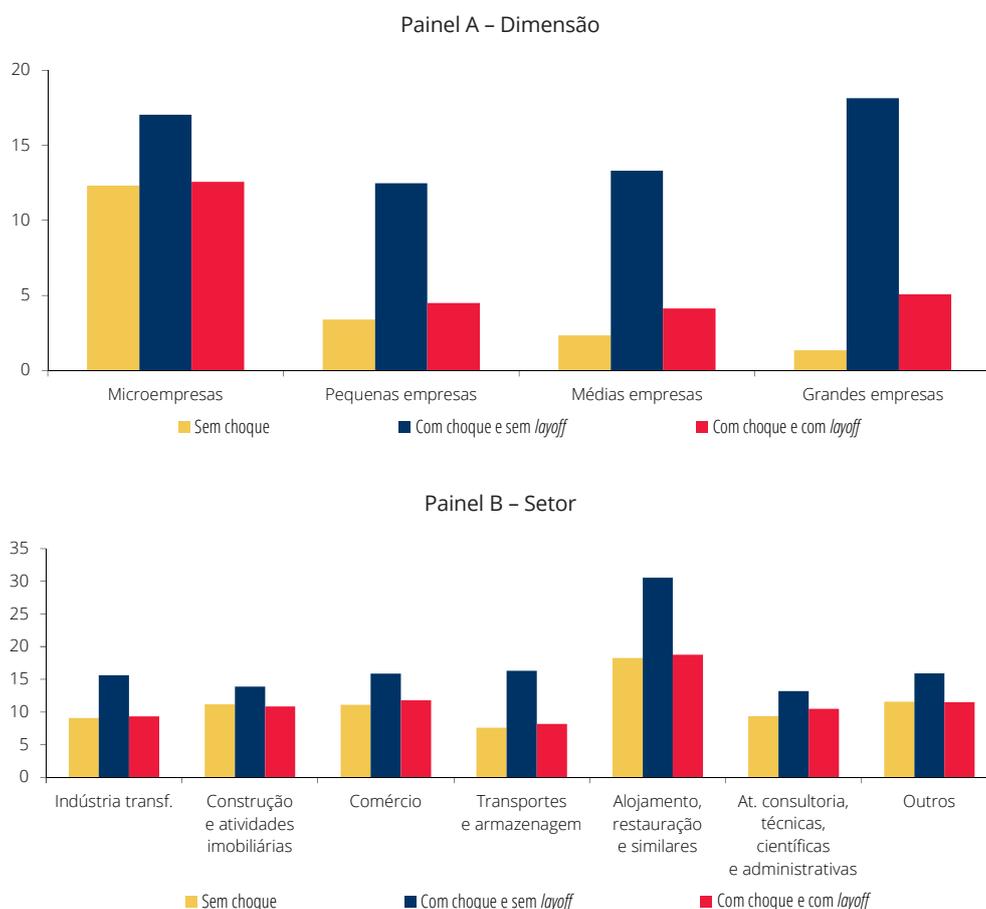
O Gráfico II.2.2 apresenta a percentagem de empresas que não são capazes de pagar os seus custos fixos no cenário em que o choque tem uma duração de 40 dias úteis, por dimensão das empresas e por setor de atividade. Consideraram-se três casos: ausência de choque, ocorrência do choque sem medida de *layoff* simplificado e ocorrência do choque com medida de *layoff* simplificado.

23. O apoio extraordinário à normalização da atividade produtiva não foi considerado neste exercício uma vez que o objetivo do mesmo é avaliar a situação de tesouraria das empresas durante o período de maior abrandamento da atividade produtiva. Adicionalmente, considerou-se que todas as empresas optam pelo apoio extraordinário à manutenção do contrato de trabalho ao invés do plano extraordinário de formação.

24. No total estimou-se que cerca de 135 mil empresas pedem acesso ao regime de *layoff*. Estas empresas estão associadas a cerca de 1,2 milhões de trabalhadores. Nas hipóteses do exercício, 689 mil trabalhadores entram efetivamente em situação de *layoff*.

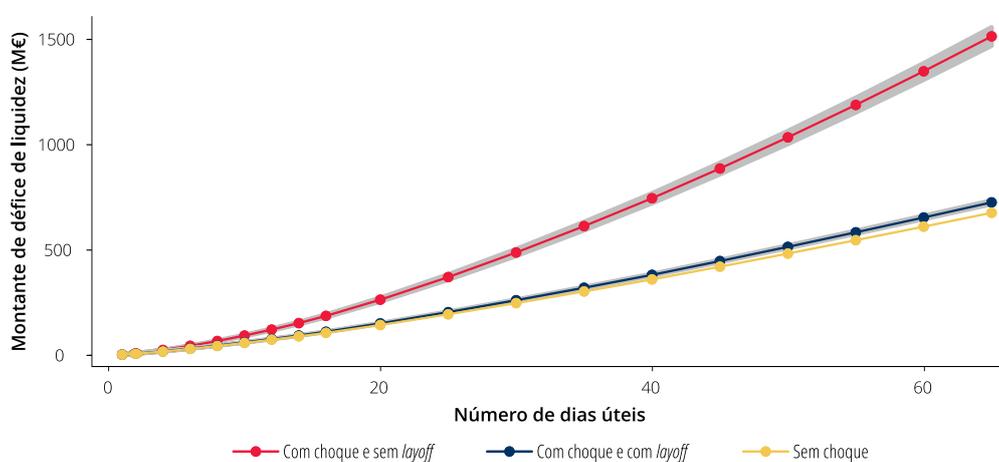
Quando se considera o choque sem medida de *layoff*, cerca de 18% das grandes empresas e 17% das microempresas não são capazes de pagar os seus custos fixos, o que se traduz em aumentos de 17 e de 5 p.p. face à situação antes da pandemia, respetivamente. O setor com maior percentagem de empresas com défice de liquidez é “alojamento, restauração e similares”, ascendendo a 31% das empresas (12 p.p. acima do observado antes da pandemia). Os setores “comércio” e “indústrias transformadoras”, ambos com elevado peso na economia, registam 16% das empresas com défice de liquidez, o que representa um acréscimo face à situação antes da pandemia de 5 e 7 p.p., respetivamente. Quando se considera a medida de *layoff* simplificado, a percentagem de empresas com défice de liquidez desce de 17% para 12%. As grandes empresas registam a maior redução, passando de 18% para apenas 5%. Cerca de 12% das microempresas registam um défice de liquidez mesmo após a medida de *layoff*. Por setor de atividade, a maior redução é observada no “alojamento, restauração e similares”, o qual passa de 31% para 19%. Ainda assim, este continua a ser o setor onde a percentagem é mais elevada. O elevado número observado neste setor é particularmente relevante dado que é expectável que neste caso o choque económico provocado pela pandemia possa ter efeitos muito persistentes. A percentagem de empresas sem liquidez suficiente nos setores do “comércio” e das “indústrias transformadoras” é de 12% e 9%, respetivamente. As grandes empresas registam o maior aumento na percentagem de empresas com défice após o choque. Este resultado, aparentemente inesperado, traduz parcialmente a maior facilidade de acesso ao crédito por parte das empresas de maior dimensão, o que lhes permite uma gestão mais equilibrada da liquidez.

Gráfico II.2.2 • Empresas com défice de liquidez, por dimensão e setor, no cenário de 40 dias de quebra de atividade económica | Em percentagem



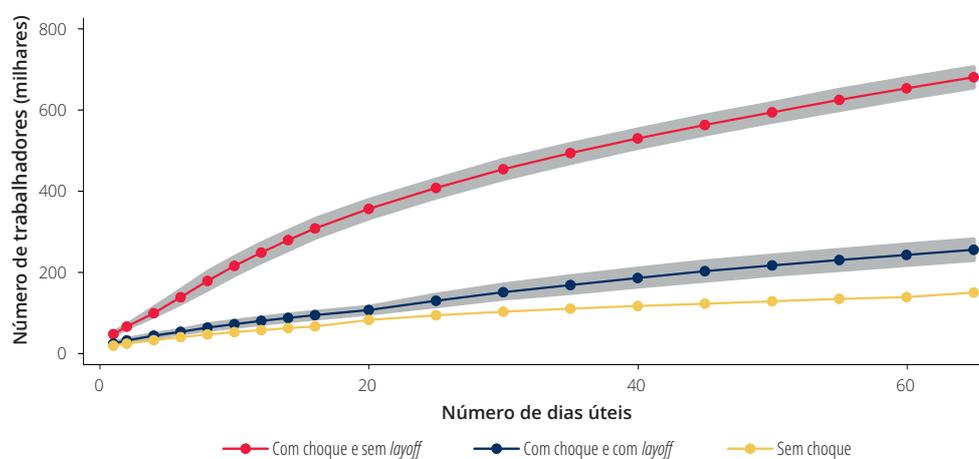
Uma métrica importante de análise é o montante agregado do défice de liquidez. O Gráfico II.2.3 apresenta o défice de liquidez associado às empresas com défice considerando vários cenários em termos de extensão temporal da situação de abrandamento da atividade produtiva. O valor agregado do défice de liquidez aumenta em função do número de dias, em resultado do aumento do número de empresas com défice e do aumento do seu défice de liquidez. Em linha com o que se observa para a percentagem de empresas com défice, os montantes associados evoluem de forma bastante não linear com o número de dias do cenário, sobretudo quando não se considera a medida de *layoff*. No cenário de 40 dias, o montante agregado de défice de liquidez das empresas que têm défice é de 746 M€, um acréscimo de 386 M€ em relação ao que ocorreria na ausência do choque. Este valor desce para 382 M€ quando se tem em conta a medida de *layoff* simplificado. O valor estimado para o défice não deve ser interpretado como o montante de crédito de que as empresas virão a necessitar, uma vez que muitas empresas com acesso ao crédito poderão preferir não esgotar as suas reservas de liquidez.

Gráfico II.2.3 • Déficit de liquidez agregado



Nota: O número de dias úteis refere-se ao número de dias com quebra de atividade económica (Ver Caixa 1). A região a sombreado indica o intervalo entre os percentis 5 e 95 das simulações dos choques. A linha denominada “sem choque” decorre da existência de empresas com margem bruta inferior aos custos fixos de acordo com a informação da IES 2018. Esta medida é apresentada como referência.

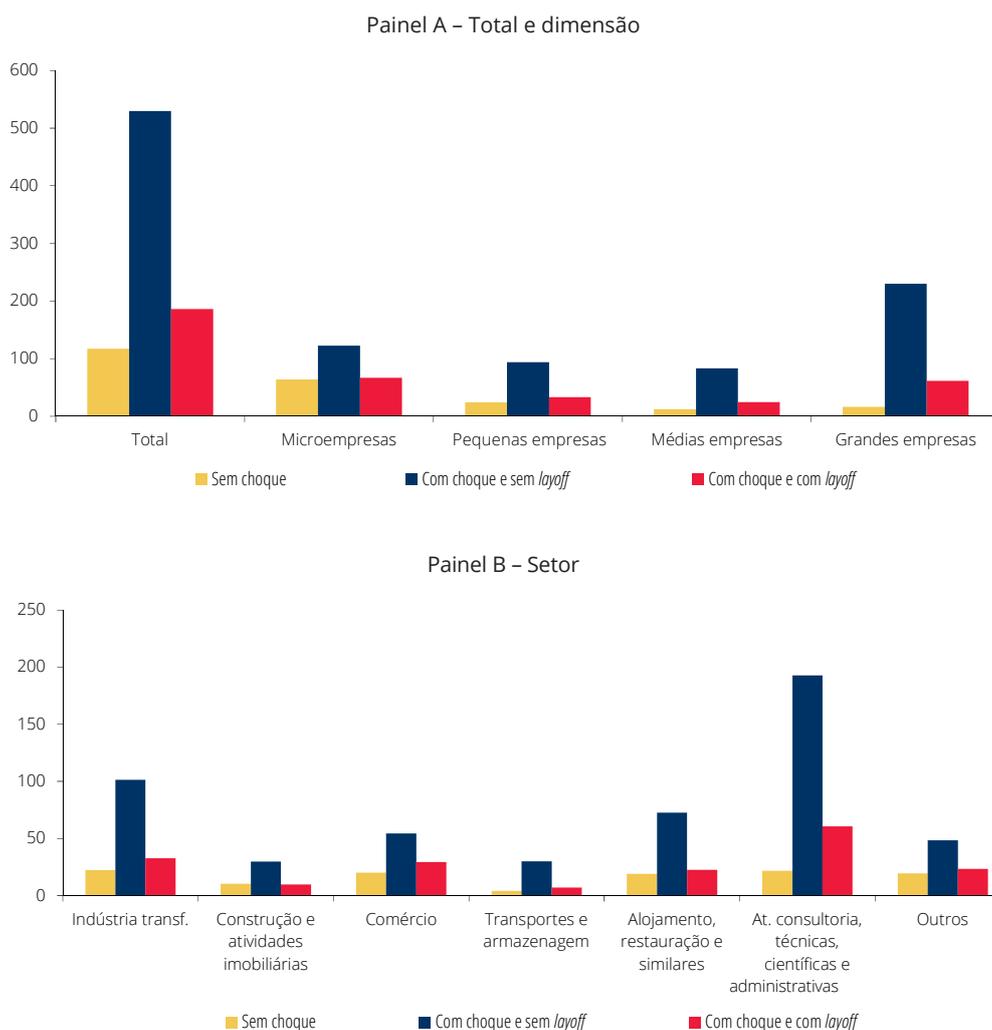
Gráfico II.2.4 • Número de trabalhadores das empresas com défice de liquidez



Nota: O número de dias úteis refere-se ao número de dias com quebra de atividade económica (Ver Caixa 1). A região a sombreado indica o intervalo entre os percentis 5 e 95 das simulações dos choques. A linha denominada “sem choque” decorre da existência de empresas com margem bruta inferior aos custos fixos de acordo com a informação da IES 2018. Esta medida é apresentada como referência.

Por fim, estimou-se o número de trabalhadores em empresas que não têm capacidade de pagar os seus custos fixos (Gráfico II.2.4). Tal como observado nos montantes do défice, este número evolui de forma não linear com o tempo de paragem, sobretudo antes de se considerar a medida de *layoff*. No cenário de 40 dias, o número total de trabalhadores associados a estas empresas é de 530 mil e 186 mil, dependendo de se considerar ou não a medida de *layoff* simplificado. Antes da medida, a maioria dos trabalhadores potencialmente afetados encontra-se nas grandes empresas (43%) (Gráfico II.2.5). Após consideração da medida, as microempresas passam a representar quase metade do total de trabalhadores afetados (36%). Por setor de atividade, o setor com maior percentagem de trabalhadores afetados antes da medida é o das “atividades de consultoria, técnicas, científicas e administrativas” com 193 mil trabalhadores (36% do total), seguido pela “indústria transformadora” com 101 mil. Após a medida de *layoff*, o valor mais elevado é observado na novamente nas “atividades de consultoria, técnicas, científicas e administrativas” com 61 mil trabalhadores. O setor do “alojamento, restauração e similares”, um dos mais afetados, regista uma diminuição significativa quando se considera a medida de *layoff* (passa de 73 para 23 mil trabalhadores).

Gráfico II.2.5 • Número de trabalhadores das empresas com défice de liquidez, por dimensão e setor, no cenário de 40 dias de quebra de atividade económica | Em milhares



2.2 Famílias

A redução ou interrupção da atividade económica decorrente da pandemia COVID-19 tem um impacto negativo no rendimento de trabalho dos indivíduos e, como tal, das famílias. Nesta secção, apresentam-se os resultados de um exercício de simulação do impacto da pandemia sobre o rendimento das famílias e sobre a capacidade de estas pagarem as suas despesas no curto prazo. Os resultados foram obtidos considerando a introdução de algumas das principais medidas governamentais e com efeitos diretos no rendimento do trabalho e na despesa das famílias. As medidas consideradas consistem, no caso do rendimento, no *layoff* simplificado e no apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente e, no caso da despesa, na moratória sobre o crédito para compra de habitação permanente e no regime excecional para as situações de mora no pagamento da renda.

Neste exercício utilizaram-se os dados do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF) de 2017 e várias hipóteses simplificadoras. Na análise dos resultados é importante ter presente que o exercício tem uma natureza de curto prazo e que não incorpora efeitos de equilíbrio geral. As simulações não levam, nomeadamente, em consideração o impacto da pandemia no valor da riqueza das famílias, nos níveis de endividamento e, em outro tipo de rendimentos, que não os do trabalho.

2.2.1 Impacto no rendimento das famílias

Para calcular o rendimento de uma determinada família no contexto da pandemia calculou-se o rendimento do trabalho de cada um dos seus membros após o início da pandemia que, posteriormente, se somou aos restantes rendimentos do agregado, que se assumiu não serem afetados pela pandemia.²⁵ Nesta secção, e antes de se apresentarem os resultados, descreve-se de forma sucinta o exercício; o anexo metodológico contém uma caracterização com maior detalhe.

Os dados do ISFF não permitem identificar as empresas concretas em que os indivíduos desempenham a sua atividade mas permitem saber qual o setor de atividade. Assim, assumiu-se que todos os trabalhadores de um mesmo setor têm uma mesma probabilidade de trabalhar em empresas que interrompem a atividade devido à pandemia e que essa probabilidade é dada pela percentagem de redução de atividade do setor.²⁶ Considerou-se adicionalmente que quando a atividade de uma empresa não é afetada pela pandemia as remunerações dos trabalhadores permanecem inalteradas. Nas empresas afetadas pela pandemia, assumiu-se que os trabalhadores recebem o rendimento associado ao regime de *layoff* simplificado ou ao apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente, se forem elegíveis para estes apoios.²⁷ Para os trabalhadores que não são abrangidos por estas medidas assumiu-se não receberem qualquer remuneração quando a empresa deixa de ter atividade devido à pandemia. Consoante a situação laboral dos indivíduos, esta hipótese pode ser interpretada como perda de emprego, ausência de rendimento do trabalho por conta própria ou a existência de salários em atraso.

Tanto o *layoff* simplificado como o apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente garantem que, em caso de uma quebra de pelo menos 40% da faturação mensal, o trabalhador terá direito a um rendimento mínimo. O *layoff* simplificado aplica-se a trabalhadores por

25. O impacto de se considerar o efeito da pandemia nos rendimentos de rendas, negócios e ativos financeiros seria negligenciável dado que estes representam, segundo os dados do ISFF 2017, apenas cerca de 4% do rendimento total das famílias, o que contrasta com um peso de cerca de 70% dos rendimentos do trabalho.

26. Esta hipótese, que equivale a assumir que todas as empresas de um determinado setor são afetadas de forma idêntica à média do setor, faz com que a dispersão da variação do rendimento entre indivíduos seja menor do que na realidade mas não afeta de forma muito significativa a evolução do rendimento do trabalho médio total ou médio por setor.

27. A consideração desta hipótese origina neste exercício um total de pouco mais de um milhão de trabalhadores em *layoff*, o que parece estar em linha com os números agregados que têm vindo a ser divulgados oficialmente.

conta de outrem e o apoio extraordinário à redução da atividade económica aplica-se a trabalhadores independentes ou aos sócios gerentes de sociedades sem trabalhadores dependentes e com um volume de faturação inferior a 60 mil euros. O rendimento que o trabalhador recebe durante o período de aplicação destas medidas equivale a 2/3 do seu rendimento do trabalho, existindo no entanto valores mínimos e máximos pré-definidos.

No Quadro II.2.1 apresenta-se o impacto no rendimento disponível e no rendimento líquido do trabalho decorrente da pandemia, no curto prazo.²⁸ Em média, o rendimento mensal das famílias residentes em Portugal tem uma redução de 5,3%, decorrente de uma redução de 8,2% no rendimento do trabalho.

Quadro II.2.1 • Rendimento mensal das famílias, pré e pós-pandemia: impacto no curto prazo, após medidas de apoio ao rendimento

	% do total de famílias	Rendimento disponível médio (em euros)		Rendimento do trabalho líquido médio (em euros)		Variação (em %)		Por memória:
		Pré-pandemia	Pós-pandemia c/ medidas de apoio ao rendimento	Pré-pandemia	Pós-pandemia c/ medidas de apoio ao rendimento	Rendimento disponível	Rendimento do trabalho líquido	Percentagem de famílias com rendimentos do trabalho
Total	100,0	1566	1482	871	800	-5,3	-8,2	67,9
Percentil do rendimento disponível								
<=20	20,0	407	398	97	89	-2,4	-8,6	34,1
20-40	20,0	846	824	329	310	-2,7	-5,9	55,2
40-60	20,0	1256	1214	680	644	-3,3	-5,3	75,9
60-80	20,0	1769	1679	1085	1008	-5,1	-7,1	87,2
80-90	10,0	2442	2301	1521	1400	-5,8	-7,9	85,6
>90	10,0	4665	4301	2813	2501	-7,8	-11,1	89,2
Idade do indivíduo de referência								
<35	9,8	1410	1319	1025	947	-6,4	-7,6	94,9
35-44	19,3	1735	1566	1338	1193	-9,8	-10,9	96,8
45-54	20,3	1835	1728	1335	1243	-5,8	-6,9	94,0
55-64	18,4	1731	1650	1072	1002	-4,7	-6,5	79,8
65-74	16,0	1432	1408	225	204	-1,7	-9,3	28,7
>=75	16,2	1065	1059	51	46	-0,6	-10,8	9,8
Escolaridade do indivíduo de referência								
Inferior ao secundário	64,9	1207	1160	568	527	-3,9	-7,1	57,7
Ensino secundário	15,6	1691	1582	1145	1052	-6,5	-8,2	89,1
Ensino superior	19,5	2657	2475	1661	1505	-6,9	-9,4	84,9
Percentil da riqueza líquida								
<=20	20,0	927	892	516	486	-3,8	-5,8	65,1
20-40	20,0	1250	1165	759	685	-6,9	-9,7	67,2
40-60	20,0	1329	1270	744	693	-4,4	-6,8	67,3
60-80	20,0	1692	1599	926	846	-5,5	-8,6	68,2
80-90	10,0	1969	1878	1070	992	-4,6	-7,3	70,4
>90	10,0	3298	3101	1755	1586	-6,0	-9,6	73,5

28. Todos os resultados apresentados referem-se a valores extrapolados para a população, ou seja, foram obtidos a partir das respostas de cada família da amostra, utilizando um ponderador que indica o número de famílias na população com características semelhantes.

O efeito da pandemia varia por grupos de famílias, uma vez que estes diferem no número de indivíduos com rendimento do trabalho, assim como na situação laboral e nos setores de atividade dos indivíduos que trabalham. A pandemia não tem qualquer impacto no rendimento para uma percentagem considerável de famílias. É principalmente o caso das famílias que não têm rendimentos do trabalho e daquelas em que todos membros trabalham em setores não afetados pela pandemia, que representam cerca de 50% do total de famílias.

O impacto da pandemia no rendimento disponível das famílias é crescente com o nível desta variável, assim como com o nível de escolaridade do indivíduo de referência.²⁹ No grupo de 20% de famílias com rendimento mais baixo o rendimento disponível médio reduz-se 2,4%, o que compara com uma redução de 7,8% no grupo de 10% de famílias com rendimento mais elevado (Quadro II.2.1). O impacto mais reduzido da pandemia nas famílias com rendimento mais baixo decorre do menor peso do rendimento do trabalho nestas famílias, nas quais têm uma maior importância as pensões de reforma e outras transferências públicas.

Quando se considera apenas o rendimento do trabalho, as famílias no quintil inferior do rendimento disponível têm uma redução ligeiramente mais acentuada do que a média (Quadro II.2.1). Isto sugere que, neste grupo de famílias, os indivíduos que trabalham estão relativamente concentrados em setores mais afetados pela pandemia ou em segmentos que não beneficiam das medidas de apoio ao rendimento. A maior redução no rendimento médio do trabalho ocorre contudo nas famílias de rendimento mais elevado, o que reflete em parte o facto de o rendimento do *layoff* e do apoio aos trabalhadores independentes estar limitado a um valor máximo.

Por escalão etário, como seria de esperar, a redução de rendimento disponível é bastante mais significativa nas famílias em que o indivíduo de referência está em idade ativa do que nas restantes. Nos escalões etários a partir dos 65 anos, o rendimento da maioria das famílias não tem qualquer alteração devido à pandemia. De entre os indivíduos em idade ativa, as duas classes etárias mais jovens, e em especial o grupo dos 35 aos 44 anos, são as que têm uma maior exposição à pandemia e, portanto, maiores reduções quer do rendimento disponível, quer do rendimento do trabalho (Quadro II.2.1). Por classes de riqueza líquida, a redução em ambos os tipos de rendimento é maior na classe de riqueza mais elevada do que na classe de riqueza mais reduzida. Nas restantes classes não existe contudo uma relação clara entre o impacto da pandemia e o nível da riqueza, embora a percentagem de famílias com rendimentos do trabalho aumente com o nível da riqueza.

2.2.2 Impacto na capacidade das famílias pagarem as despesas

Para além de se quantificar o impacto da pandemia na redução do rendimento é importante avaliar se as famílias têm capacidade para financiar as suas despesas de consumo básicas e cumprir as suas responsabilidades financeiras de curto prazo. Com esse objetivo calculou-se para cada família um agregado de despesa que inclui o consumo de bens não duradouros e serviços correntes, as prestações de todos os empréstimos e os encargos com rendas da residência principal. A capacidade das famílias pagarem estas despesas foi avaliada com base no rendimento e na riqueza disponível no curto prazo, medida pelo valor dos depósitos líquidos de dívidas que se vencem no curto prazo (dívidas associadas a cartões de crédito e a linhas de crédito ou descobertos bancários).³⁰

29. O indivíduo de referência foi selecionado entre os membros da família de acordo com a definição de Camberra. Na maior parte dos casos corresponde ao indivíduo com maior rendimento na família.

30. Neste agregado não se consideraram outros ativos financeiros como fundos de investimento, ações ou obrigações, uma vez que no contexto de elevada incerteza decorrente da pandemia o grau de liquidez destes ativos, e o seu valor, se reduziram significativamente.

Tal como na secção anterior, a análise foi efetuada para uma situação após a implementação de medidas de mitigação dos efeitos da pandemia por parte do Governo. Neste caso, para além das medidas com impacto no rendimento, consideraram-se também as moratórias sobre o crédito para compra de habitação permanente e sobre as rendas pagas relativas à habitação permanente.

A moratória sobre o crédito para habitação própria permanente permite que os indivíduos que tenham sido colocados em redução do período normal de trabalho ou em suspensão do contrato de trabalho em virtude de crise empresarial, bem como os trabalhadores elegíveis para o apoio extraordinário à redução da atividade económica de trabalhador independente, possam suspender o pagamento das prestações associadas ao crédito para habitação própria permanente, desde que não estejam numa situação de incumprimento relativamente a esses créditos há mais de 90 dias. No caso em que não exista incumprimento, a moratória aplica-se igualmente a indivíduos em situação de desemprego registado no Instituto do Emprego e Formação Profissional. Assim, para simular o impacto desta moratória considerou-se que as prestações dos empréstimos garantidos pela residência principal seriam zero nas famílias que não estivessem em incumprimento nesses créditos há mais de 90 dias, e em que algum dos membros estivesse desempregado. Adicionalmente, nas restantes famílias sem incumprimento e em que algum dos membros cumpra os requisitos para ser abrangido pelas medidas de *layoff* simplificado ou pelo apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente, considerou-se que o valor esperado da prestação após a introdução da moratória depende da probabilidade desse indivíduo desempenhar a sua atividade numa empresa afetada pela pandemia.

Relativamente aos encargos com rendas, o regime excecional para as situações de mora no pagamento da renda prevê que os pagamentos de rendas da habitação principal possam ser suspensos desde que o agregado familiar tenha tido uma redução de rendimento de pelo menos 20% e que, por esse motivo, a renda passe a representar mais de 35% do valor do rendimento do agregado. Assim, no caso das famílias que cumpram os requisitos anteriores, o efeito desta medida foi simulado considerando que o valor da renda passaria a ser nulo.

O Quadro II.2.2 inclui para o conjunto das famílias e para as famílias com diferentes níveis de rendimento e de diferentes escalões etários, o valor médio por família do rendimento disponível deduzido das despesas, assim como o rácio entre a riqueza disponível no curto prazo e as despesas, antes de considerar o efeito da pandemia. Os níveis destas variáveis devem ser interpretados apenas como indicativos, dados os erros de medida tipicamente associados à recolha destes dados em inquéritos.³¹

A maior parte das famílias dispõe de riqueza acumulada que lhes pode permitir financiar as despesas em caso de redução do rendimento. No conjunto das famílias, o valor mediano do rácio entre riqueza disponível no curto prazo e a despesa situa-se em 3,5, o que significa que metade das famílias podem financiar no máximo três meses e meio das despesas associadas a consumo de bens não duradouros e serviços e a encargos com dívida e rendas na ausência de qualquer rendimento. O valor deste rácio aumenta de forma muito significativa com o rendimento e apresenta uma elevada heterogeneidade dentro de cada classe de rendimento, como é ilustrado pela diferença entre os seus valores medianos e médios. Considerando o valor mediano, as famílias no quintil mais baixo de rendimento conseguem pagar pouco mais de um mês de despesas recorrendo a riqueza disponível no curto prazo enquanto no quintil mais elevado as famílias dispõem de recursos suficientes para financiar

31. Tanto o consumo de bens não duradouros como os depósitos apresentam no ISFF, como habitualmente noutros inquéritos, valores agregados significativamente mais reduzidos do que em outras fontes, como as Contas Nacionais, enquanto para o rendimento a divergência face a outras fontes é mais reduzida. No caso dos depósitos, para esta diferença de valores contribui a relutância das famílias em reportar esta informação, assim como o facto de a amostra do ISFF não incluir possivelmente as famílias mais ricas na população. A subestimação dos depósitos deverá assim ser mais elevada no caso das famílias mais ricas, para as quais a análise efetuada nesta secção é menos relevante.

mais de um ano de despesas na ausência de rendimento. A capacidade das famílias pagarem as despesas com base no rendimento é igualmente muito heterogénea. Antes da pandemia, o valor médio do rendimento deduzido de despesas é de 610 euros no conjunto das famílias. Este valor varia consideravelmente com o rendimento das famílias, situando-se em média num valor negativo de 86 euros no grupo de 20% de famílias com rendimento mais baixo, e em 2788 euros no grupo de 10% de famílias com rendimento mais elevado.

Quadro II.2.2 • Capacidade das famílias pagarem as despesas antes da pandemia

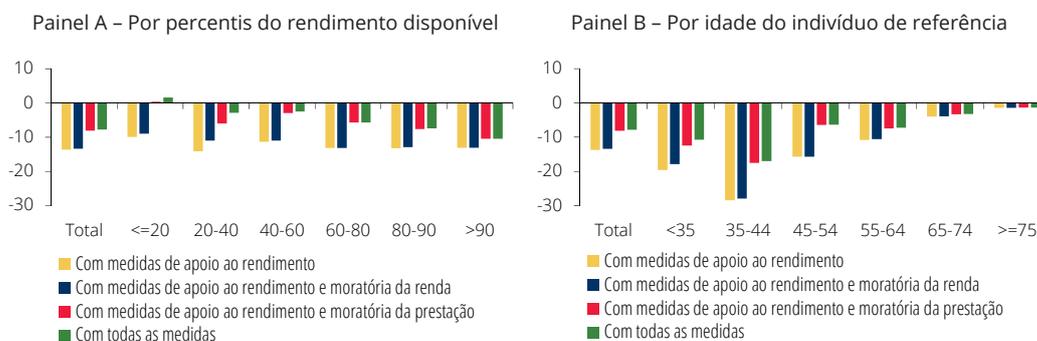
	Rendimento disponível deduzido de despesas, valores médios mensais (em euros)	Rácio dos ativos financeiros disponíveis no curto prazo face à despesa mensal	
		Mediana	Média
Total	610	3,5	18,6
Percentil do rendimento disponível			
<=20	-87	1,2	14,7
20-40	160	2,2	13,4
40-60	368	3,1	16,2
60-80	683	4,0	18,0
80-90	1066	8,4	23,5
>90	2788	14,1	38,0
Idade do indivíduo de referência			
<35	462	1,6	7,9
35-44	598	2,7	13,2
45-54	681	2,8	12,6
55-64	753	3,7	20,5
65-74	618	5,7	24,8
>=75	453	8,1	30,8

Com o objetivo de avaliar o impacto da pandemia e das medidas de mitigação no valor do rendimento deduzido de despesas, o Gráfico II.2.6 apresenta a variação dos valores médios deste indicador após a pandemia face ao seu valor antes da pandemia.³² No conjunto das famílias, o valor médio do rendimento deduzido de despesas reduz-se cerca de 8% quando se consideram todas as medidas e cerca de 14% quando se consideram apenas as medidas de apoio ao rendimento. A diferença entre as duas variações decorre principalmente do efeito da moratória sobre a prestação dos empréstimos para compra de habitação permanente, uma vez que a moratória sobre as rendas tem um impacto muito reduzido. O impacto da moratória das rendas é ligeiramente mais significativo nas famílias das duas classes de rendimento mais baixo e nas famílias em que o indivíduo de referência tem menos de 35 anos. No entanto, mesmo nestes grupos, o impacto da moratória da prestação é maior. Por classes de rendimento, é interessante notar que, na ausência das moratórias, embora a redução do rendimento seja maior para as famílias de rendimento mais elevado, o rendimento deduzido de despesas tem reduções relativamente próximas nos vários grupos, o que decorre do facto de as despesas terem um peso maior nas famílias de rendimento mais reduzido. Esta situação, em conjunto com o peso elevado que as prestações dos empréstimos têm nas despesas das famílias de menor rendimento, contribui para que as moratórias tenham um impacto particularmente favorável na situação financeira destas famílias. De facto, quando se considera o efeito das moratórias, o rendimento deduzido de despesas tem inclusivamente um ligeiro acréscimo na classe de rendimento mais baixa, o que contrasta com uma redução de cerca de 10%

32. Nestes cálculos ignoram-se possíveis alterações no consumo de bens não duradouros por parte das famílias na sequência da pandemia. O efeito da pandemia neste agregado é bastante incerto e provavelmente muito heterogéneo entre famílias com diferentes situações financeiras.

na classe de rendimento mais elevada. Por escalão etário, quando se consideram todas as medidas, a maior redução do rendimento deduzido de despesas continua contudo a ocorrer nas famílias mais jovens e, em particular, no escalão etário dos 35 aos 44 anos (redução de cerca de 17%).

Gráfico II.2.6 • Variação do valor médio do rendimento deduzido de despesas após a pandemia face ao valor antes de pandemia | Em percentagem



2.3 Conclusões

Os exercícios efetuados têm como objetivo avaliar as consequências de curto prazo da pandemia na situação financeira das empresas e das famílias, utilizando dados microeconómicos. Os exercícios baseiam-se em hipóteses comuns relativamente ao impacto da pandemia na atividade de cada setor que refletem em larga medida os resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas realizado na semana de 6 a 10 de abril. Os dois exercícios analisam também o impacto das medidas de mitigação dos efeitos da pandemia anunciadas pelo Governo, em particular o regime de *layoff* simplificado, o apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente, a moratória sobre o crédito e a moratória sobre o pagamento de rendas da habitação permanente.

A percentagem de empresas que não tem liquidez suficiente para pagar os custos aumenta com o número de dias de redução da atividade, à medida que se esgotam progressivamente as suas reservas de caixa, depósitos e linhas de crédito contratualizadas. Na ausência de *layoff*, estima-se que 17% das empresas tem défice de liquidez ao fim de 40 dias de quebra de atividade. A percentagem de empresas com défice de liquidez ao fim de 40 dias úteis é mais elevada no caso das grandes empresas do que nas restantes dimensões. O setor com maior percentagem de empresas com défice é o “alojamento, restauração e similares”. Quando se considera a medida de *layoff* simplificado, a percentagem de empresas com défice no cenário de 40 dias úteis reduz-se para cerca de 12%, um valor em linha com aquele que era observado antes da pandemia. Esta percentagem reduz-se mais nas grandes empresas e no setor “alojamento, restauração e similares” que, ainda assim, continua a ser o setor onde uma maior percentagem de empresas tem défice de liquidez. A elevada percentagem de empresas com défice de liquidez observada neste setor é particularmente relevante dado que é expectável que neste caso o choque económico provocado pela pandemia possa ter efeitos mais persistentes, os quais poderão ir além do horizonte de análise deste exercício

Os valores agregados do défice de liquidez e o número de trabalhadores associados a estas empresas aumentam também de forma acentuada com o número de dias de redução da atividade. Num cenário de 40 dias e na ausência de *layoff*, o montante de défice de liquidez das empresas é de

746M€, mais 386M€ do que na situação antes da pandemia. O número de trabalhadores associados a estas empresas ascende a 530 mil. Tendo em conta o *layoff*, o montante de défice de liquidez desce para cerca de metade e o número total de trabalhadores associados a estas empresas desce para 186 mil, registando-se o valor mais elevado nas “atividades de consultoria, técnicas, científicas e administrativas”.

A redução da atividade produtiva decorrente das medidas de contenção da pandemia tem um impacto negativo sobre o rendimento disponível das famílias portuguesas e, como consequência, nas suas decisões de consumo. O exercício efetuado sugere que após a consideração das medidas de apoio ao rendimento implementadas pelo Governo (*layoff* simplificado e apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente), em média o rendimento disponível das famílias tem uma redução de cerca de 5% e o rendimento do trabalho de cerca de 8%. O impacto negativo no rendimento disponível é transversal a famílias com diferentes características, sendo contudo mais acentuado nas famílias com rendimento mais elevado e naquelas que pertencem aos escalões etários mais jovens.

No conjunto das famílias, o valor médio do rendimento deduzido de despesas com bens não duradouros, serviços correntes, prestações de empréstimos e rendas da habitação permanente, reduz-se em cerca de 8% face ao seu valor antes da pandemia, após se considerarem as medidas de apoio ao rendimento assim como a moratória sobre o crédito para compra de habitação permanente e o regime excecional para as situações de mora no pagamento da renda. Em todas as classes de rendimento e escalões etários, a moratória sobre as prestações tem um impacto mais significativo do que a moratória sobre as rendas. Em geral, as moratórias têm um impacto particularmente favorável nas famílias de menor rendimento e nas famílias mais jovens.

Os resultados dos exercícios efetuados dependem muito das hipóteses assumidas para os choques setoriais, assim como da forma como as simulações foram implementadas. No caso das famílias, o facto de se considerar que o impacto no rendimento do trabalho de cada indivíduo é equivalente ao impacto médio para o seu setor e situação laboral reduz a dispersão da variação do rendimento entre indivíduos, e pode ter impacto nos resultados obtidos para alguns grupos. Adicionalmente, o rendimento após *layoff* pode estar sobrestimado no caso dos trabalhadores por conta de outrem que declarem à Segurança Social rendimentos inferiores aos que reportaram no ISFF. No caso das empresas, os resultados baseiam-se numa abordagem de liquidez e não de solvabilidade, a qual tem maior relevância numa perspetiva de continuidade da atividade. Algumas das hipóteses assumidas para a avaliação da liquidez (como o adiamento de pagamento de impostos) não fazem sentido numa análise de solvabilidade. Adicionalmente, a análise da solvabilidade tem que ter em conta alguns aspetos não considerados neste exercício, como por exemplo a alavancagem das empresas aquando do início da pandemia, o impacto dos prejuízos decorrentes da pandemia na alavancagem das empresas, as expectativas dos acionistas em relação à evolução do negócio e a situação financeira dos acionistas.

Finalmente, em qualquer dos exercícios é importante ter presente que as análises têm um horizonte de curto prazo e não incorporam efeitos de equilíbrio geral. Estes efeitos podem ser particularmente significativos se levarmos em conta, por exemplo, os efeitos de contágio entre a redução de atividade nos diversos setores, a ligação entre as quedas de rendimento das famílias e a procura dirigida às empresas, a interação com o setor financeiro ou os custos orçamentais das medidas de política implementadas, tal como discutido na Parte 1 deste Tema em destaque.

Caixa 1 • Hipóteses para os choques

Os exercícios de simulação do impacto de curto prazo da crise pandémica na liquidez das empresas e na situação financeira das famílias baseiam-se em hipóteses comuns para a magnitude dos choques setoriais. Estas hipóteses resultam de um exercício de aferição do impacto das medidas de confinamento no VAB de cada setor no mês de abril.

Na análise do impacto no VAB foi considerada a desagregação das Contas Nacionais com 38 ramos de atividade e, em alguns setores, alguma desagregação adicional. Em particular, considerou-se uma desagregação do setor “Comércio e reparação”³³, isolou-se a atividade “transportes aéreos” das restantes subcategorias do setor “transportes e armazenagem” e as “atividades de intermediação imobiliária” do setor “atividades imobiliárias”, uma vez que este inclui as rendas efetivas e imputadas.

Os choques considerados refletem em grande medida os resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas (IREE) realizado pelo Banco de Portugal e pelo Instituto Nacional de Estatística na semana de 6 a 10 de abril. Nos setores cobertos pelas respostas ao IREE, o choque corresponde ao ponto médio do intervalo indicado pelas empresas na resposta à pergunta relativa à quantificação do impacto sobre o volume de negócios.³⁴ Nos setores não cobertos pelo inquérito, as hipóteses refletem algum julgamento a partir de informação dispersa, incluindo a veiculada por associações empresariais. Em particular nos setores “agricultura, silvicultura e pescas” e “atividades financeiras e seguros” assumiu-se uma queda no VAB de cerca de 1/3 da que foi considerada na “indústria transformadora”. Adicionalmente, considerou-se que no setor “administração pública e defesa; segurança social obrigatória” o choque é nulo, ou seja, a pandemia não teve impacto no VAB. Nos setores “educação”, “atividades de saúde humana” e “atividades de apoio social” o impacto no VAB relevante para o exercício das empresas e das famílias corresponde ao das atividades privadas, que tem um peso de 30% nestes setores. Neste caso o impacto no VAB foi imputado a partir da informação do IREE.

No Quadro C1.1 apresentam-se os choques de redução do VAB que foram considerados nos exercícios de simulação. Este quadro apresenta na primeira coluna os choques médios setoriais. No exercício das famílias interpretou-se a percentagem de redução do VAB como a percentagem de redução da atividade média das empresas em cada setor e assumiu-se que esta percentagem corresponde à probabilidade de um indivíduo ter o rendimento do trabalho afetado pela pandemia e, dependendo da sua situação laboral, de ser abrangido pelas medidas de mitigação associadas ao rendimento. Na segunda e terceira colunas do Quadro C.1 apresentam-se os limites inferior e superior dos choques aleatórios individuais considerados no exercício das empresas. Estes valores foram interpretados como os limites para a variação da margem bruta. Dado que não existe informação sobre a heterogeneidade ao nível da empresa, assumiu-se por simplicidade um choque com distribuição uniforme com a maior dispersão compatível com a média do choque setorial.

33. Considerou-se a desagregação: “comércio a retalho de bens essenciais”, “comércio por grosso” e restantes categorias.

34. No setor “transportes e armazenagem”, a agregação da informação do IREE tem por base os pesos do VAB para as subcategorias deste setor, uma vez que a estrutura do VAB não é comparável com a estrutura do volume de negócios. Nos “outros serviços”, considerou-se que o impacto no agregado das “atividades artísticas, de espetáculos e recreativas” e das “outras atividades de serviços” representa a totalidade do impacto neste setor.

Quadro C1.1 • Choques setoriais (percentagem de redução da atividade)

	Choque médio (em percentagem)	Choque aleatório (em percentagem)	
		Limite inferior	Limite superior
01 – Agricultura, silvicultura e pescas	10,0	0,0	20,0
02 – Indústrias extrativas	20,4	0,0	40,9
03 – Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco	11,2	0,0	22,4
04 – Indústria têxtil, do vestuário, do couro e dos produtos de couro	46,8	0,0	93,7
05 – Indústria da madeira, pasta, papel e cartão e seus artigos e impressão	12,1	0,0	24,1
06 – Fabricação de coque e de produtos petrolíferos refinados	63,0	26,0	100,0
07 – Fabricação de produtos químicos e de fibras sintéticas e artificiais	14,5	0,0	29,0
08 – Fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas	-2,3	-2,3	-2,3
09 – Fabricação de artigos de borracha, de matérias plásticas e de outros produtos minerais não metálicos	45,5	0,0	91,1
10 – Indústrias metalúrgicas de base e fabricação de produtos metálicos, exceto máquinas e equipamentos	35,1	0,0	70,2
11 – Fabricação de equipamentos informáticos, equipamentos para comunicação, produtos eletrónicos e óticos	34,3	0,0	68,7
12 – Fabricação de equipamento elétrico	34,6	0,0	69,2
13 – Fabricação de máquinas e equipamentos, n.e.	33,9	0,0	67,8
14 – Fabricação de material de transporte	78,7	57,4	100,0
15 – Indústrias transformadoras, n.e.; reparação, manutenção e instalação de máquinas e equipamentos	48,8	0,0	97,6
16 – Produção e distribuição de eletricidade, gás, vapor e ar frio	5,1	0,0	10,1
17 – Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	23,1	0,0	46,2
18 – Construção	26,5	0,0	53,0
19 – Comércio a retalho de bens essenciais	19,2	0,0	38,5
20 – Comércio por grosso	19,7	0,0	39,4
21 – Comércio a retalho de bens não essenciais e comércio e reparação de automóveis	74,4	48,8	100,0
22 – Alojamento e restauração	70,3	40,5	100,0
23 – Transportes e armazenagem (excluindo transportes aéreos)	52,9	5,8	100,0
24 – Transportes aéreos	87,1	74,2	100,0
25 – Atividades de edição, gravação e programação de rádio e televisão	31,6	0,0	63,2
26 – Telecomunicações	5,3	0,0	10,5
27 – Consultoria, atividades relacionadas de programação informática e atividades dos serviços de informação	8,2	0,0	16,3
28 – Atividades financeiras e de seguros	10,0	0,0	20,0
29 – Atividades imobiliárias	28,6	0,0	57,2
30 – Atividades jurídicas, de contabilidade, gestão, arquitetura, engenharia e atividades de ensaios e análises técnicas	19,4	0,0	38,8
31 – Investigação científica e desenvolvimento	26,6	0,0	53,2
32 – Outras atividades de consultoria, científicas e técnicas	39,2	0,0	78,3
33 – Atividades administrativas e dos serviços de apoio	37,9	0,0	75,8
34 – Administração pública e defesa; segurança social obrigatória	0,0	0,0	0,0
35 – Educação	21,6	0,0	43,2
36 – Atividades de saúde humana	50,3	0,7	100,0
37 – Atividades de apoio social	17,1	0,0	34,2
38 – Outros serviços	62,2	24,5	100,0

Anexo metodológico

A Exercício de simulação do impacto da pandemia no rendimento das famílias

Os valores do rendimento do ISFF de 2017 referem-se ao ano de 2016. Os rendimentos do trabalho correspondem a rendimento do trabalho por conta de outrem e por conta própria, líquidos de impostos sobre o rendimento e de contribuições para a Segurança Social. O rendimento disponível inclui para além do rendimento do trabalho, todos os restantes rendimentos e transferências regulares recebidos por algum membro do agregado familiar, medidos em termos líquidos. No ISFF existem algumas observações com valores de rendimento líquido em falta. Para o efeito deste exercício, esses valores foram estimados a partir do rendimento bruto correspondente e assumindo taxas de imposto que dependem do nível do rendimento em causa.

A simulação dos efeitos da pandemia e das medidas de mitigação sobre o rendimento das famílias baseou-se em hipóteses que dependem da situação laboral de cada um dos indivíduos que fazem parte da família, assim como do setor de atividade em que desempenham a sua atividade profissional. No ISFF, os dados relativos à situação laboral referem-se ao momento da entrevista (a qual ocorreu maioritariamente entre maio e agosto de 2017), no caso dos indivíduos que estão a trabalhar nesse momento, ou à sua situação profissional anterior, no caso de indivíduos que não estão a trabalhar, mas que já trabalharam anteriormente. No exercício efetuado assumiu-se, assim, que os indivíduos que receberam rendimento do trabalho em 2016 tinham nesse ano a mesma situação laboral do que no momento da entrevista, ou de um momento anterior, em caso de não estarem a trabalhar no momento da entrevista. Com estas hipóteses obteve-se uma distribuição dos indivíduos por situação laboral e por setor de atividade muito próxima da existente em outras fontes de dados, como as Contas Nacionais ou o Inquérito ao Emprego.

Para implementar as simulações foi necessário agrupar os indivíduos de acordo com grupos específicos de situação laboral. Na secção A1 descrevem-se estes grupos. A forma como as simulações foram efetuadas para cada um dos grupos é descrita na secção A2.

A1 Classificação dos indivíduos quanto à situação laboral

O ISFF permite saber se os indivíduos são trabalhadores por conta de outrem ou trabalhadores por conta própria. Os indivíduos são classificados no primeiro grupo quando trabalham numa empresa da qual não são proprietários, ou para o Estado, e no segundo nos restantes casos. Para os trabalhadores por conta de outrem, o ISFF inclui informação sobre o tipo de contrato de trabalho, distinguindo os contratos sem termo, os contratos a prazo e as situações em que não existe contrato escrito. Este último grupo engloba, entre outros, os trabalhadores independentes que desempenham a maior parte da sua atividade para o mesmo empregador e têm uma relação de dependência deste. Por sua vez, no caso dos trabalhadores por conta própria, o ISFF permite distinguir os trabalhadores isolados, daqueles que são empregadores. Adicionalmente, o inquérito inclui algumas características do negócio/empresa do qual os indivíduos são proprietários e no qual trabalham, nomeadamente, o número de trabalhadores, a sua forma jurídica e o valor da faturação anual. Tendo por base este conjunto de informação, os indivíduos que trabalham foram agrupados nos seguintes quatro grupos: 1) Trabalhadores “efetivos”; 2) Trabalhadores por conta de outrem com contratos a prazo; 3) Trabalhadores por conta própria elegíveis para o apoio extraordinário aos trabalhadores independentes e 4) Restantes trabalhadores.

O primeiro grupo – trabalhadores “efetivos” – inclui os trabalhadores por conta de outrem com contratos sem termo, os trabalhadores por conta de outrem sem contrato escrito³⁵ (e que não sejam trabalhadores independentes) assim como os trabalhadores por conta própria empregadores e cujo negócio/empresa tenha mais do que cinco de trabalhadores o que equivale a assumir que estes últimos, ainda que sejam classificados como trabalhadores por conta própria no ISFF, têm uma situação fiscal e contributiva equivalente à dos trabalhadores por conta de outrem. O segundo grupo inclui os trabalhadores por conta de outrem com contratos a prazo. No terceiro grupo, por forma a aplicar de uma forma simplificada o previsto no Decreto -Lei n.º 12-A/2020, relativo ao apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente, incluíram-se os trabalhadores independentes há mais de um ano e os indivíduos com uma atividade por conta própria com forma outra forma jurídica (por exemplo, sociedade unipessoal ou sociedade por quotas), com uma faturação anual inferior a 60 mil euros e na qual não sejam empregadores. Por fim, o quarto grupo inclui os restantes trabalhadores por conta própria não incluídos nos grupos anteriores.

A2 Cálculo do efeito da pandemia no rendimento do trabalho considerando o *layoff* simplificado e o apoio extraordinário dos trabalhadores independentes

O rendimento do trabalho de um indivíduo é potencialmente afetado pela pandemia se este desempenhar a sua atividade profissional num setor com redução da atividade. Neste exercício assumiu-se que todos os trabalhadores de um mesmo setor têm uma mesma probabilidade de trabalhar em empresas que interrompem a atividade devido à pandemia. Adicionalmente, assumiu-se que todos os trabalhadores de empresas afetadas passam após a pandemia a receber o rendimento associado ao regime de *layoff* simplificado ou ao apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente, se estes apoios forem aplicáveis à sua situação laboral. No caso dos trabalhadores que não são abrangidos por estas medidas assumiu-se que não recebem qualquer remuneração quando a empresa deixa de ter atividade devido à pandemia.

O rendimento que o trabalhador recebe durante o período de aplicação das medidas de apoio ao rendimento equivale a 2/3 do seu rendimento do trabalho, existindo no entanto valores mínimos e máximos pré-definidos. No caso do *layoff* simplificado a lei define que o rendimento a que o trabalhador tem direito se situa entre um e três salários mínimos, enquanto no caso do apoio aos trabalhadores independentes se situa entre o Indexante dos Apoios Sociais (IAS) e o salário mínimo. Dado que nos dados do ISFF existem indivíduos que reportam rendimentos inferiores aos limites mínimos definidos por estes Decretos-Lei, considerou-se que nestes casos o rendimento do trabalho desses indivíduos ficaria inalterado.

Assumiu-se que o *layoff* simplificado se aplica aos trabalhadores do grupo 1 (trabalhadores “efetivos”) e aos trabalhadores do grupo 2 (trabalhadores por conta de outrem com contratos a prazo) cujos contratos não cheguem ao termo no período em análise (ou seja, no período de 1 mês). Adicionalmente, assumiu-se que os trabalhadores do grupo 3 são elegíveis para o apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente e que os trabalhadores do grupo 4 não são abrangidos por nenhuma das medidas de apoio ao rendimento. O rendimento

35. Note-se que segundo o Código do Trabalho, um indivíduo que trabalhe para uma entidade patronal por um período que exceda o experimental e sem que haja um contrato escrito, passa a estar automaticamente em situação de efetividade, isto é, com contrato sem termo.

esperado dos trabalhadores do grupo 1, 2, 3 e 4 é assim dado pelas expressões (1), (2), (4) e (6), respetivamente. Nestas expressões Y_{ij} , YP_{ij} , YLO_{ij} e YAP_{ij} representam o rendimento do trabalhador i do setor j , antes da pandemia, após pandemia considerando a existência de medidas de apoio ao rendimento, em caso de estar numa situação de *layoff* e em caso de estar a receber o apoio ao trabalhador independente, respetivamente. Por sua vez, $Choque_j$ corresponde à percentagem de trabalhadores que no setor trabalham numa empresa que interrompeu a atividade devido à pandemia³⁶.

$$E(YP_{ij}) = Y_{ij} \times (1 - Choque_j) + YLO_{ij} \times Choque_j \quad (1)$$

$$E(YP_{ij}) = Y_{ij} \times (1 - Choque_j) + \frac{5}{6}YLO_{ij} \times Choque_j \quad (2)$$

$$YLO_{ij} = \begin{cases} Y_{ij}, & \text{se } \frac{2}{3}Y_{ij} < \text{salário mínimo e se trabalharem a tempo inteiro} \\ 3 \times \text{salário mínimo}, & \text{se } \frac{2}{3}Y_{ij} > 3 \times \text{salário mínimo} \\ \frac{2}{3}Y_{ij}, & \text{nos restantes casos} \end{cases} \quad (3)$$

$$E(YP_{ij}) = Y_{ij} \times (1 - Choque_j) + YAP_{ij} \times Choque_j \quad (4)$$

$$YAP_{ij} = \begin{cases} Y_{ij}, & \text{se } Y_{ij} \leq 1.5 \times IAS \\ \text{Min}(\frac{2}{3}Y_{ij}, \text{salário mínimo}), & \text{se } Y_{ij} > 1.5 \times IAS \end{cases} \quad (5)$$

$$E(YP_{ij}) = Y_{ij} \times (1 - Choque_j) \quad (6)$$

36. Esta percentagem corresponde à hipótese sobre a variação média da atividade descrita na Caixa 1. O exercício das famílias foi efetuado tendo por base uma agregação para 18 setores a partir dos 38 apresentados na Caixa 1, determinada pelo facto de a desagregação setorial ser menos fina no ISFF.





III Séries

Séries trimestrais para a economia
portuguesa: 1977-2019

Séries anuais do património
dos particulares: 1980-2019

Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2019

O Banco de Portugal divulga anualmente a atualização das séries longas trimestrais para a economia portuguesa. 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 2019.¹ Esta informação incorpora as séries de Contas Trimestrais por Setor Institucional divulgadas pelo INE a 25 de março de 2020 e segue, em larga medida, os procedimentos metodológicos descritos detalhadamente em Cardoso e Sequeira (2015).² As revisões face à versão publicada no *Boletim Económico* de maio de 2019 refletem, em larga medida, a alteração do ano de referência das Contas Nacionais para 2016.³

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 2016).

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. As séries trimestrais para o período de 1977-2019 são apresentadas apenas em formato eletrónico no sítio do Banco de Portugal relativo a este *Boletim Económico*.
2. Cardoso, F. e Sequeira, A. (2015), "Séries longas trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2014", *Occasional Paper No 1*, Banco de Portugal.
3. Para mais detalhes, veja-se o destaque do INE de 23 de setembro de 2019, "Contas Nacionais Anuais – Base 2016", e a Caixa 5 "Revisão das estatísticas de contas nacionais e da balança de pagamentos", Banco de Portugal, *Boletim Económico* de outubro de 2019.

Séries anuais do património dos particulares: 1980-2019

As séries anuais do património dos particulares, para o período 1980-2019, correspondem à atualização das estimativas publicadas no *Boletim Económico* de maio do ano passado. Estas estimativas de património, com divulgação anual¹, 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, F., Farinha, L., e Lameira, R. (2008)².

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 1994-2019. 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 2017, as estimativas de *stock* de capital em habitação disponibilizadas pelo Instituto Nacional de Estatística (INE)³. 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 2018-2019) 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 na base 2016 (para o período de 1995 a 2019).

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 No 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 No 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", destaque de 24 de novembro.

