

Boletim Económico

Maio 2018



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Maio 2018



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2018 • www.bportugal.pt

Índice

I A economia portuguesa em 2017 | 5

1 Apresentação | 7

2 Enquadramento Internacional | 11

Caixa 1 • Mercado do petróleo em 2017: evolução e perspetivas | 18

3 Condições monetárias e financeiras | 21

3.1 Área do euro | 21

3.2 Portugal | 24

Caixa 2 • Novos empréstimos e reembolsos no crédito à habitação: uma análise com dados microeconómicos | 36

Caixa 3 • Empréstimos para consumo concedidos por instituições de crédito residentes: uma análise sobre a dinâmica da presença no mercado | 41

Caixa 4 • Distribuição da dívida e do rendimento das famílias portuguesas | 45

4 Política e situação orçamental | 48

Caixa 5 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva | 56

Caixa 6 • Evolução recente da despesa pública: Portugal no contexto da área do euro | 59

5 Oferta | 62

Caixa 7 • Evolução das qualificações da força de trabalho em Portugal | 69

Caixa 8 • A evolução recente do desemprego de muito longa duração em Portugal | 74

6 Procura | 78

Caixa 9 • Sincronização cíclica entre Portugal e a área do euro na última década | 85

Caixa 10 • *Stock* de capital na economia portuguesa | 90

Caixa 11 • Análise da evolução dos termos de troca da economia portuguesa no período recente | 95

7 Preços | 100

8 Balança de pagamentos | 105

Caixa 12 • Impacto das medidas não convencionais de política monetária do Eurosistema na posição de investimento internacional da economia portuguesa | 112

II Tema em destaque | 117

As decisões de financiamento das empresas portuguesas: factos estilizados e desenvolvimentos recentes | 119

Caixa 1 • Financiamento direto e intermediado às sociedades não financeiras | 132

Caixa 2 • Evolução da desalavancagem das empresas em Portugal | 135





I A economia portuguesa em 2017

1 Apresentação

2 Enquadramento internacional

3 Condições monetárias e financeiras

4 Política e situação orçamental

5 Oferta

6 Procura

7 Preços

8 Balança de pagamentos

1 Apresentação

Em 2017 o PIB cresceu em termos reais 2,7% após ter aumentado 1,6% no ano anterior. Os principais setores de atividade contribuíram positivamente para este dinamismo, com a indústria transformadora a registar o maior crescimento desde 2010. A economia portuguesa beneficiou de um enquadramento externo muito favorável. A atividade e o comércio mundiais aceleraram em 2017 e, na área do euro, a recuperação generalizou-se a um conjunto mais alargado de economias e de setores de atividade. As condições monetárias e financeiras contribuíram para este dinamismo económico, com a política monetária do BCE a manter-se acomodatória. O crescimento do PIB em Portugal foi próximo do observado na média da área do euro.

A integração económica e financeira, incluindo a mobilidade de fatores de produção, são elementos que potenciam a redução das diferenças entre a evolução das economias que compõem uma união monetária. Na última década, a sincronização cíclica entre Portugal e a área do euro permaneceu elevada, quando avaliada pela evolução relativa dos ciclos económicos. As diferenças na amplitude dos ciclos – que resultaram de o impacto da última crise ter sido relativamente mais pronunciado em Portugal – atenuaram-se em 2017, com os indicadores de dispersão a reduzirem-se para níveis comparáveis aos do início da união monetária.

Os motores da aceleração da economia portuguesa em 2017 foram as exportações e o investimento. Esta composição do crescimento é especialmente favorável na perspetiva da correção de alguns problemas estruturais que persistem na economia portuguesa. O bom desempenho das exportações portuguesas deveu-se sobretudo a uma recuperação do ritmo de crescimento da procura externa dirigida a Portugal, em particular dos parceiros da área do euro. Ao mesmo tempo verificou-se um ganho de quota das exportações portuguesas nos mercados externos. Os exportadores portugueses têm vindo a ganhar quota no mercado externo desde 2008. Esta evolução tem uma dimensão estrutural que envolve o encerramento de empresas mais orientadas para o mercado interno e o surgimento e expansão de novas empresas exportadoras de produtos com maior valor acrescentado e orientadas para mercados geográficos mais diversificados do que anteriormente. O desempenho positivo das exportações portuguesas excedeu, em larga medida, o observado noutros países da área do euro. Em 2017 o ganho de quotas de mercado das exportações portuguesas esteve também associado ao crescimento extraordinário das exportações de turismo. O dinamismo do turismo em Portugal ultrapassa o de alguns países concorrentes, nomeadamente os outros países da Europa do Sul.

Em 2017 o investimento acelerou de forma muito expressiva. A recuperação do investimento em construção surge após um longo período de ajustamento estrutural do setor, que se acentuou durante a crise. A construção beneficiou de condições favoráveis de acesso a financiamento, do aumento da procura por parte de não residentes e do forte crescimento do turismo e das atividades imobiliárias relacionadas. O maior crescimento do investimento em máquinas e equipamentos refletiu as boas perspetivas sobre a evolução da procura, as condições de financiamento favoráveis e a necessidade de recuperação do *stock* de capital. A realização de investimento nos setores mais produtivos é uma condição essencial para o crescimento económico sustentado e para o aumento da produtividade da economia. Isto é especialmente importante numa economia como a portuguesa, em que a habitação tem um peso muito elevado no *stock* de capital e em que o nível de capital por trabalhador é baixo quando comparado com os outros países

européus. A aproximação do PIB por trabalhador em Portugal ao nível da média dos países da União Europeia constitui um desafio particularmente importante da economia portuguesa. Esse percurso passa pela acumulação de capital, exigindo um maior investimento produtivo sobretudo nos setores transacionáveis.

No mercado de trabalho, a população ativa cresceu após seis anos consecutivos de queda. O emprego aumentou 3,3%, o crescimento anual mais elevado desde o início da área do euro. No atual período de recuperação da economia portuguesa, a produtividade por trabalhador no conjunto da economia tem diminuído. De acordo com a evidência disponível, esta diminuição está associada a quedas da produtividade intrasectoriais.

A taxa de desemprego reduziu-se de 11,1% para 8,9%, um valor que é ligeiramente inferior ao da média da área do euro. A destruição de emprego, medida pelo número de indivíduos que transitam do emprego para o desemprego ou para a inatividade em percentagem da população ativa, continuou a reduzir-se acentuadamente, mas observa-se também uma tendência decrescente, menos acentuada, na criação de emprego. A ligeira aceleração das remunerações face ao ano anterior reflete alguma pressão no mercado de trabalho, em particular decorrente da diminuição significativa do desemprego.

Os maiores crescimentos do emprego verificaram-se no escalão etário mais jovem e no de mais idade, bem como nos segmentos com educação pelo menos ao nível do ensino secundário. A evolução da estrutura de qualificações dos trabalhadores portugueses tem sido positiva mas ainda insuficiente para alcançar a média dos países da União Europeia. Numa economia global, em que o crescimento assenta em indústrias tecnologicamente avançadas e na inovação, as baixas qualificações da força de trabalho devem ser corrigidas. Adicionalmente, está demonstrado que as qualificações trazem benefícios não só para o crescimento da economia, mas também em termos individuais, via rendimento, acesso ao emprego, melhor saúde e maior capacidade de viver em sociedade.

O desemprego de longa duração reduziu-se acentuadamente em 2017. A incidência do desemprego de muito longa duração registou um aumento significativo no período 2011-2013 e manteve-se elevada nos anos seguintes, enquanto a incidência do desemprego de durações inferiores a dois anos se reduziu desde meados de 2013. Assim, não obstante a diminuição em 2017, o desemprego de muito longa duração tem ainda um peso de 42% no desemprego total. Esta situação é especialmente preocupante pelos efeitos negativos sobre o capital humano, que se deprecia muito rapidamente. A diminuição da elevada prevalência do desemprego de muito longa duração deve assumir um papel central na formulação das políticas de redução do desemprego, sabendo-se do impacto que durações muito prolongadas do desemprego têm na taxa de pobreza, no risco de exclusão social, na incidência de problemas de saúde e no produto potencial da economia.

Em 2017 o défice das administrações públicas aumentou face ao ano anterior, em consequência da injeção de capital na CGD. Em termos estruturais, ou seja, quando se ajusta o efeito de medidas temporárias e se corrige o efeito da evolução cíclica da economia, o défice reduziu-se em 0,8 pp do PIB. Este resultado é consistente com as recomendações da Comissão Europeia, no âmbito do processo de convergência para o Objetivo de Médio Prazo de um excedente de 0,25% do PIB. A dívida das administrações públicas reduziu-se de 129,9% do PIB em 2016 para 125,7% do PIB em 2017, beneficiando de um saldo primário positivo, de um crescimento do PIB nominal superior à taxa de juro implícita da dívida, bem como de uma redução do *stock* de depósitos.

Mantém-se a necessidade de um esforço de consolidação orçamental adicional, uma vez que o saldo estrutural ainda se situa aquém do objetivo de médio prazo e a dívida das administrações públicas permanece muito elevada e significativamente acima da média da área do euro. De acordo com as regras europeias, o esforço terá também que passar pelo cumprimento de regras para a variação da despesa. Estas condicionantes são importantes desafios para a condução da política orçamental nos próximos anos. Os custos associados ao envelhecimento populacional deverão continuar a exercer uma forte pressão no sentido do aumento da despesa com pensões e saúde. Adicionalmente, será necessário assegurar um nível de investimento público que não comprometa o crescimento potencial da economia. Por último, existem tendências recentes de aumento da despesa pública, em particular por via do crescimento do emprego nas administrações públicas, que assumem um caráter mais permanente.

A redução do endividamento das famílias e das empresas, quando medidos relativamente ao PIB, indica que o processo de desalavancagem do setor privado não financeiro prosseguiu em 2017. Os novos empréstimos para habitação continuaram a aumentar mas não o suficiente para compensar o aumento dos reembolsos de empréstimos anteriores que, na sua maior parte, não estão relacionados com a posterior contratação de novos empréstimos. O valor dos novos empréstimos para habitação permanece consideravelmente abaixo do observado nos anos anteriores à crise económica e financeira. O montante dos novos empréstimos para consumo continuou a aumentar de forma expressiva em 2017, atingindo em dezembro o valor mais elevado desde meados de 2006. O acesso ao mercado de crédito para consumo alargou-se a um número crescente de novos devedores e intensificaram-se as transições de devedores entre instituições. Num contexto de recuperação económica mais propício à redução do grau de restritividade dos critérios de concessão de crédito, o Banco de Portugal anunciou uma medida macroprudencial sob a forma de recomendação com vista a garantir que as instituições de crédito não assumem riscos excessivos na concessão de novo crédito.

Nas empresas, o processo de desalavancagem que se continua a observar caracteriza-se por uma alteração gradual da sua estrutura de financiamento no sentido de uma redução da sua dependência dos bancos residentes e de um aumento do autofinanciamento e de outras fontes de financiamento, em particular de investidores internacionais. Em 2017 o crédito total concedido às empresas cresceu pela primeira vez desde 2011. Esta evolução está associada a um aumento do financiamento obtido de não residentes, os quais têm vindo gradualmente a aumentar a sua importância no financiamento das sociedades não financeiras. À semelhança dos últimos anos, as empresas continuaram em média a diminuir o seu endividamento junto dos bancos residentes. Os bancos têm diferenciado as empresas de acordo com o seu perfil de risco, tendo continuado a assegurar o financiamento das empresas de menor risco e dos setores de atividade mais dinâmicos. Além disso, a evolução do crédito bancário tem mostrado uma presença crescente de novos devedores no mercado.

Em 2017 a posição externa da economia portuguesa voltou a melhorar em resultado de um saldo positivo da balança corrente e de capital. O aumento do excedente da balança de serviços compensou o ligeiro agravamento do défice da balança de bens. A capacidade de financiamento gerada pela economia portuguesa aumentou para 1,4% do PIB, refletindo um crescimento da poupança interna ligeiramente superior ao do investimento. Esta evolução contribuiu para a melhoria da posição de investimento internacional. Estes traços evidenciam a continuação do processo de ajustamento externo da economia portuguesa, que constituiu um dos elementos mais marcantes dos desenvolvimentos recentes.

A evolução da economia portuguesa em 2017 confirmou a trajetória de recuperação dos últimos anos, com uma aceleração da atividade e do emprego e uma redução da taxa de desemprego. Ao mesmo tempo, continuaram a observar-se progressos na consolidação de equilíbrios macroeconómicos fundamentais, incluindo a melhoria das contas externas e do saldo orçamental estrutural, bem como a redução dos rácios de endividamento das administrações públicas e do setor privado não financeiro. Não obstante a recente evolução favorável, a economia portuguesa enfrenta ainda importantes desafios para se aproximar dos níveis de rendimento europeus. Para atingir estes objetivos é fundamental continuar a assegurar um quadro de estabilidade macroeconómica, incluindo a estabilidade financeira. Adicionalmente, importa aumentar o crescimento potencial e a produtividade da economia, o que implica aumentar o investimento de qualidade e o nível de educação da mão-de-obra. O cumprimento destes objetivos será potenciado num quadro de aprofundamento da integração europeia, incluindo a união bancária.

2 Enquadramento Internacional

∴ Atividade e comércio mundiais aceleraram em 2017

O ritmo de crescimento económico fortaleceu-se em 2017, nas economias avançadas e nas economias emergentes, com uma aceleração da atividade mundial para 3,8% (Quadro I.2.1) e uma maior sincronização entre países. A manutenção de uma política monetária acomodatória e níveis de sentimento económico elevados potenciaram um maior crescimento económico nas economias avançadas. Por outro lado, a subida dos preços de matérias-primas em 2017, especialmente do petróleo e dos metais industriais, beneficiou a recuperação de algumas economias de mercado emergentes.

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

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

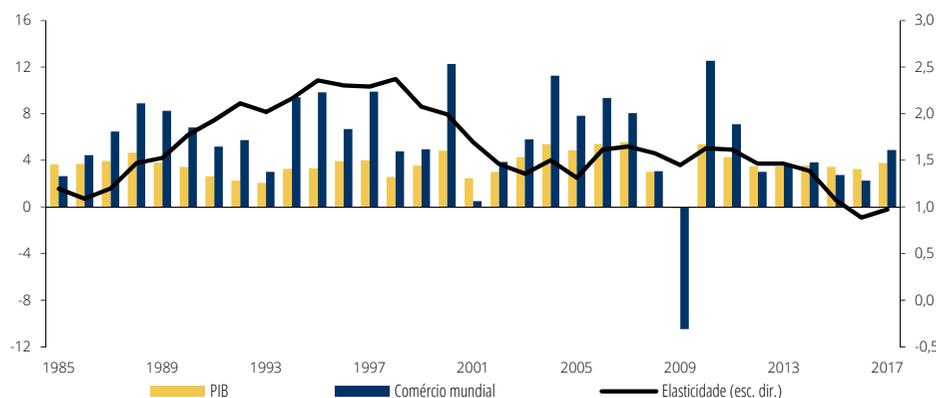
Fontes: Eurostat, FMI e Thomson Reuters.

O comércio mundial de bens e serviços recuperou significativamente em 2017 após dois anos a crescer a um ritmo inferior ao do PIB mundial. Num quadro de aceleração nas economias avançadas e de forte recuperação nas economias emergentes, o comércio mundial cresceu 4,9%. Desta forma, a elasticidade do comércio mundial face ao PIB interrompeu a trajetória descendente dos últimos anos, apesar de continuar baixa em comparação com as últimas décadas (Gráfico I.2.1).

A inflação mundial em 2017 seguiu de perto os desenvolvimentos do preço do petróleo (Gráfico I.2.2). Após uma redução no primeiro semestre, a inflação nos países da OCDE voltou a subir na segunda metade do ano, acompanhando a aceleração do preço do petróleo. No entanto, a taxa de inflação excluindo bens alimentares e energéticos manteve-se praticamente inalterada durante todo o ano, em torno de 1,8%. Nas economias avançadas, a inércia desta medida de inflação, que exclui as componentes mais voláteis, observa-se num contexto de expansão económica e recuperação

nos mercados de trabalho, e pode estar relacionada com a persistência de folga adicional no mercado de trabalho (não captada pela taxa de desemprego), expectativas de inflação conservadoras dos agentes económicos (devido à persistência da inflação abaixo dos objetivos da política monetária), entre outros fatores.¹

Gráfico I.2.1 • Crescimento do PIB e do volume de comércio mundiais | Taxa de variação, em percentagem



Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Elasticidade calculada como a média dos últimos 5 anos do rácio entre o crescimento do volume de comércio mundial e o crescimento do PIB mundial, excluindo observações extremas.

Gráfico I.2.2 • Inflação nos países da OCDE e preço internacional do petróleo | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: Bloomberg e OCDE.

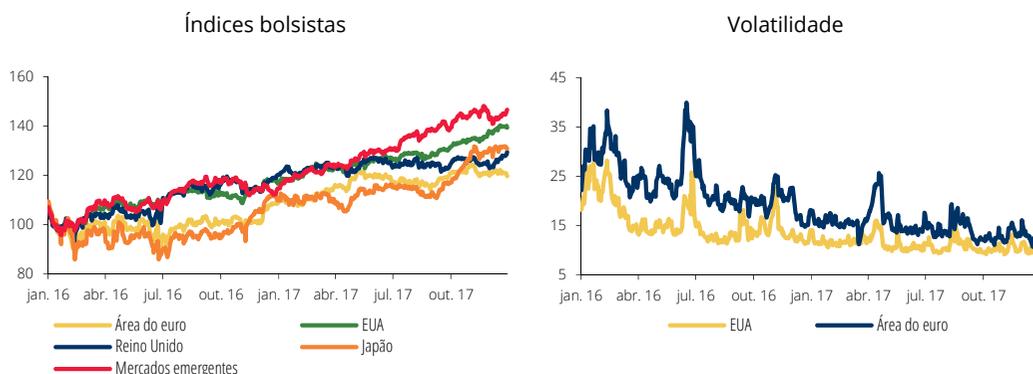
∴ Mercados financeiros com comportamento robusto em 2017

O otimismo gerado pela melhoria das perspetivas para a economia mundial dinamizou os mercados bolsistas em 2017 (Gráfico I.2.3). Durante o ano, preocupações com tensões geopolíticas tiveram um impacto muito limitado no mercado acionista, tendo surgido receios de alguma sobrevalorização

1. FMI, *World Economic Outlook*: outubro de 2016 – Capítulo 3, outubro de 2017 – Capítulo 2, abril de 2018 – Capítulo 1 (Caixa 1.2)

num contexto de baixa volatilidade. Nos EUA, indicadores económicos favoráveis e a expectativa em torno da reforma fiscal no fim do ano suportaram a tendência ascendente dos índices, que atingiram máximos históricos. Na área do euro registou-se uma subida dos índices acionistas no conjunto do ano apesar da incerteza política em torno de vários processos eleitorais. No Japão, a depreciação do iene e expectativas de prolongamento das políticas de estímulo orçamental e monetário impulsionaram os índices principais.

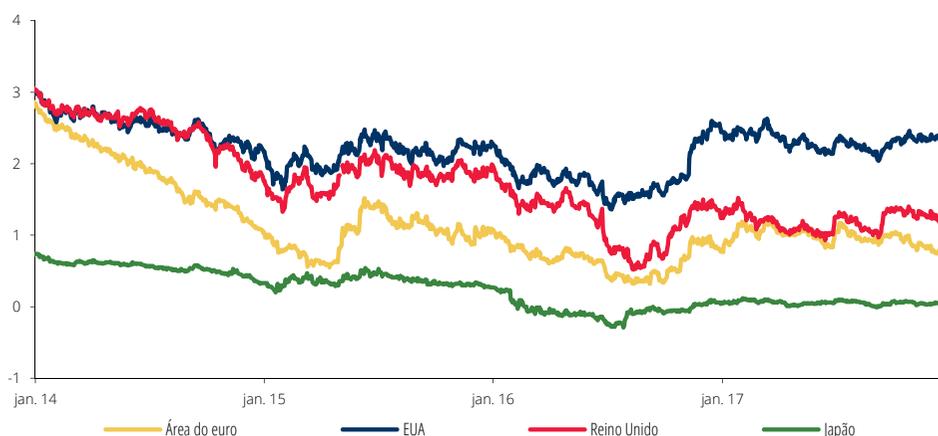
Gráfico I.2.3 • Mercados acionistas | Índice jan.16 = 100, percentagem



Fontes: Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Índices bolsistas representados: Dow Jones Eurostoxx Broad (Área do euro), Standard and Poors (EUA), Footsie (Reino unido), Nikkei (Japão) e Morgan Stanley Capital International (mercados emergentes). Volatilidade implícita em opções sobre os índices acionistas S&P500 e EuroStoxx50, no caso dos EUA (VIX) e Área do euro (VSTOXX), respetivamente.

No mercado obrigacionista, as taxas de juro de dívida pública nos EUA e Reino Unido subiram na zona curta da curva de rendimentos. Para prazos mais longos as taxas de juro encontravam-se no final de 2017 sensivelmente ao mesmo nível do início do ano (Gráfico I.2.4).

Gráfico I.2.4 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos por país | Percentagem



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters. | Nota: A série da área do euro corresponde a uma média ponderada de obrigações soberanas dos países da união monetária.

O preço do petróleo subiu em 2017, especialmente na segunda metade do ano (ultrapassando os 65 dólares por barril no final do ano) em antecipação da extensão do acordo entre membros e não-membros da OPEP para controlo da produção e um maior cumprimento desse mesmo acordo

(Caixa 1). O preço dos metais industriais também subiu de forma expressiva, motivado por expectativas de aumento de investimento em infraestruturas nos EUA e indicadores económicos sólidos na China.

⋮ Aceleração da atividade nas economias avançadas ⋮ e nas economias emergentes

Após a desaceleração em 2016, o crescimento económico nos EUA em 2017 foi bastante dinâmico (2,3% face a 1,5% em 2016), suportado pela procura interna e enquadrado numa situação no mercado de trabalho perto do pleno emprego. Depois de diminuir progressivamente nos primeiros seis meses de 2017, a inflação medida pelo deflator do consumo privado aumentou na segunda metade do ano, acompanhando a recuperação dos preços dos bens energéticos, mas permaneceu abaixo do objetivo da Reserva Federal de 2% (1,7% em dezembro de 2017). Ao longo do ano, a Reserva Federal continuou o processo de normalização da política monetária, aumentando as taxas de juro em três ocasiões (março, junho e dezembro, totalizando 75 pb) e iniciando a redução do seu balanço através da limitação dos montantes dos reinvestimentos (a partir de outubro de 2017). No final do ano, o Congresso dos EUA aprovou o *Tax Cuts and Jobs Act*, uma reforma no sistema tributário americano que resulta numa redução dos impostos sobre rendimentos individuais e dos impostos sobre rendimentos de empresas, e que deverá ter efeitos positivos no crescimento económico dos EUA no curto-prazo.

No Reino Unido, a atividade desacelerou marginalmente em 2017 para 1,8%, não acompanhando o movimento de expansão mais rápida das outras economias avançadas. A libra esterlina depreciou significativamente desde o referendo relativo à saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*), gerando pressões para o aumento da taxa de inflação, que por sua vez se traduziu num menor poder de compra das famílias e, conseqüentemente, numa desaceleração do consumo privado. Esta depreciação potenciou ao mesmo tempo uma recuperação das exportações líquidas, embora este impacto no crescimento do PIB tenha sido dominado pelo abrandamento na procura interna. Ainda que a visão mais pessimista (o cenário esperado imediatamente após o referendo) do impacto do *Brexit* sobre a atividade do Reino Unido não se tenha materializado, as perspetivas para 2017 deterioraram-se ao longo do ano. A inflação no Reino Unido continuou a subir em 2017, no seguimento da forte depreciação cambial na segunda metade de 2016, situando-se acima do objetivo de política monetária durante praticamente todo o ano (2,9% em dezembro). Relativamente à política monetária, o Banco de Inglaterra decidiu subir a taxa de juro em 25 pb, para 0,5%, em novembro de 2017, no seguimento de uma melhoria no balanço de riscos para a atividade, sinalizando contudo que não se tratava do início de um ciclo de subidas.

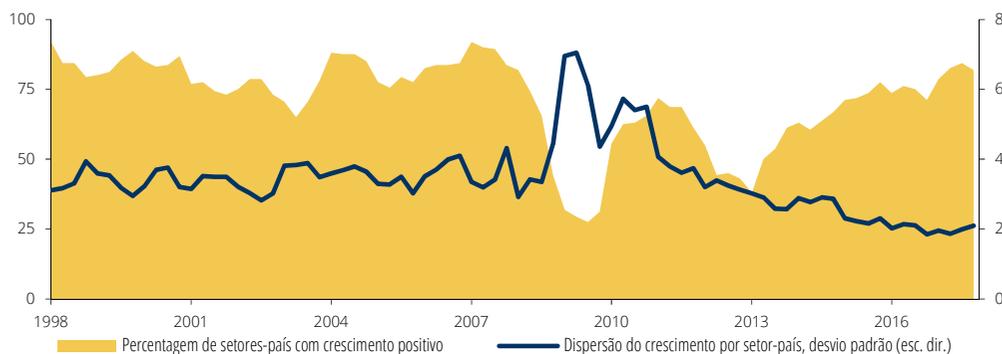
Nas economias de mercado emergentes é de notar a manutenção de um forte ritmo de crescimento na China, bem como a aceleração em algumas economias exportadoras de matérias-primas que beneficiaram da respetiva subida dos preços durante o ano. Destas, destaca-se o final da recessão no Brasil e na Rússia, bem como o retorno do crescimento da economia angolana após a quebra em 2016.

⋮ A atividade na área do euro em 2017 surpreendeu pela positiva, ⋮ atingindo o maior crescimento económico da última década

O crescimento económico na área do euro em 2017 registou uma aceleração expressiva no seguimento da recuperação das exportações (acompanhando o crescimento da atividade mundial, apesar da apreciação do euro), ao mesmo tempo que a procura interna se manteve robusta.

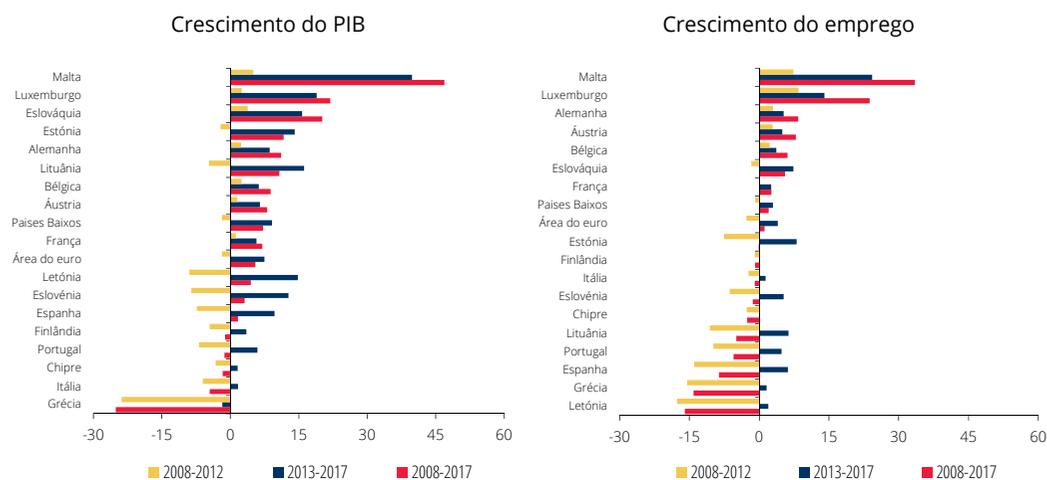
O PIB na área do euro superou sucessivamente as projeções ao longo do ano, crescendo 2,5% em 2017 como um todo, o maior crescimento desde 2007. Esta aceleração foi generalizada aos vários países e setores na área do euro (Gráfico I.2.5 e Caixa 9). Apesar do crescimento económico observado no período mais recente, os países que sofreram perdas mais significativas no produto e no emprego durante a crise financeira global e a crise da dívida soberana (onde se inclui Portugal, Itália e Grécia) não apresentaram no período pós-crise taxas de crescimento económico que lhes permitissem recuperar do atraso acumulado em relação aos restantes membros da união monetária durante este período (Gráfico I.2.6).

Gráfico I.2.5 • Crescimento económico na área do euro por país e setor



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Os dados utilizados dizem respeito a 10 setores em 16 países da área do euro (não estão incluídos Irlanda, Malta e Eslováquia), perfazendo um total de 160 séries. A dispersão do crescimento corresponde ao desvio-padrão das taxas de variação do VAB do setor-país ponderadas pela dimensão do setor-país no total do VAB da área do euro.

Gráfico I.2.6 • Crescimento acumulado do PIB e do emprego nos países da área do euro na última década | Taxas de variação, em percentagem



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Os países encontram-se ordenados pelo crescimento acumulado no período 2008-2017. Não se inclui a Irlanda por se tratar de uma observação extrema quanto ao crescimento do PIB (devido ao crescimento muito elevado observado nos últimos anos, parcialmente explicado por motivos estatísticos), não sendo por isso completamente comparável com os restantes países.

O emprego atingiu o nível mais elevado desde a criação da área do euro, enquanto a taxa de desemprego continuou a diminuir, chegando a 8,6% em dezembro. Ao longo de 2017, as melhorias no mercado de trabalho, aliadas aos desenvolvimentos positivos de atividade e comércio mundiais,

motivaram a subida da confiança e do sentimento económico para níveis elevados em comparação com os últimos anos.

A procura externa dirigida a Portugal acelerou substancialmente (para 4,5%, após 2,1% em 2016), retomando um ritmo de crescimento próximo do verificado em 2014-15 (Quadro I.2.2). Este resultado deveu-se à aceleração da procura proveniente de países da área do euro (dos quais se destacam a Espanha e a Alemanha) e de parceiros fora da união monetária (nomeadamente os EUA). Considerando o indicador de procura externa corrigido pela importância do comércio externo com Angola, o crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa em 2017 foi ainda mais pronunciado (4,9%, após 0,8% em 2016).

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

| | Pesos ^(b) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---|----------------------|------|------|-------|-------|------|
| Procura externa (BCE) ^(a) | 100,0 | 1,9 | 5,0 | 4,0 | 2,1 | 4,5 |
| Procura externa intra-área do euro da qual: | 61,8 | 0,8 | 5,2 | 5,8 | 3,7 | 4,5 |
| Espanha | 24,8 | -0,5 | 6,6 | 5,9 | 2,7 | 4,7 |
| Alemanha | 12,1 | 3,1 | 3,5 | 5,2 | 3,8 | 5,6 |
| França | 12,2 | 2,2 | 4,8 | 5,5 | 4,2 | 4,1 |
| Itália | 3,3 | -2,3 | 3,0 | 6,6 | 3,8 | 5,7 |
| Procura externa extra-área do euro da qual: | 38,2 | 3,8 | 4,7 | 1,1 | -0,5 | 4,6 |
| Reino Unido | 6,3 | 3,1 | 4,5 | 5,1 | 4,8 | 3,2 |
| Estados Unidos | 4,7 | 1,1 | 4,5 | 5,0 | 1,3 | 4,0 |
| Por memória: | | | | | | |
| Importações de bens e serviços de Angola ^(c) | 3,7 | 9,2 | 11,5 | -21,8 | -25,1 | 14,1 |
| Procura externa corrigida ^(d) | | 2,3 | 5,4 | 2,5 | 0,8 | 4,9 |
| Comércio mundial de bens e serviços (FMI) | | 3,5 | 3,8 | 2,7 | 2,3 | 4,9 |
| Importações mundiais de mercadorias (CPB) | | 2,1 | 2,8 | 1,8 | 1,5 | 4,6 |

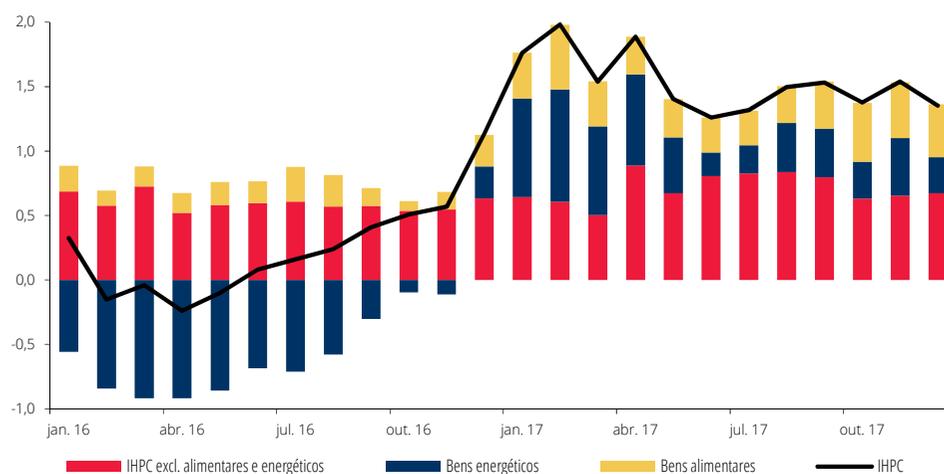
Fontes: BCE, CPB, FMI, Thomson Datastream e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: (a) Calculada pelo BCE como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país/região é ponderada de acordo com o seu peso nas exportações de Portugal. (b) Peso médio das exportações nominais de bens para cada um dos países nas exportações totais de bens portuguesas, no período 2013-15, em percentagem. (c) O peso indicado refere-se ao peso médio das exportações nominais de bens e serviços para Angola nas exportações totais portuguesas, no período 2015-17. (d) Indicador de procura externa corrigido pela importância do comércio externo com Angola corresponde à média ponderada (pelo peso das exportações) entre o indicador de procura externa calculado pelo BCE (no qual o contributo da economia angolana não é individualizado) e as importações em volume de bens e serviços da economia angolana. São utilizadas as projeções do FMI (*World Economic Outlook*) para o crescimento das importações em volume de Angola em 2016 e 2017.

⋮ O perfil intra-anual da inflação na área do euro refletiu a evolução do preço dos bens energéticos

Em 2017 a inflação na área do euro manteve-se abaixo do objetivo de estabilidade de preços do Eurosistema. O aumento da inflação média anual de 0,2% em 2016 para 1,5% em 2017 resultou maioritariamente dos contributos dos preços dos bens energéticos e alimentares (Gráfico I.2.7), tendo a média anual da inflação subjacente (excluindo estes bens) subido apenas marginalmente para 1,0%. Apesar da subida do índice de preços na produção e de uma ligeira aceleração das remunerações por trabalhador, a acumulação de pressões ao longo da cadeia de produção não foi ainda suficiente para motivar a subida sustentada dos preços. Em 2017 as expectativas de inflação implícitas em instrumentos de mercado para horizontes de médio e longo-prazo

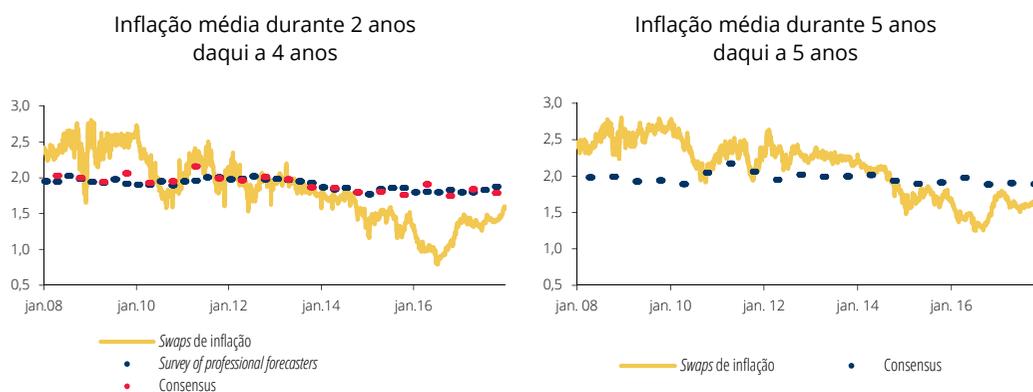
permaneceram em níveis historicamente baixos e inferiores às expectativas obtidas através de inquéritos a entidades privadas (Gráfico I.2.8), apresentando variações no perfil intra-anual associadas a algum co-movimento com as expectativas para prazos mais curtos.

Gráfico I.2.7 • IHPC da área do euro | Taxa de variação homóloga em percentagem e pontos percentuais



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.2.8 • Expectativas de inflação implícitas em instrumentos de mercado e expectativas obtidas através de inquéritos a entidades privadas | Taxa de inflação média em percentagem



Fontes: Consensus Economics, BCE e Thomson Reuters. | Nota: Taxas de inflação médias implícitas em instrumentos de mercado durante períodos de 2 e 5 anos a começar daqui a 4 e 5 anos, respetivamente.

Caixa 1 • Mercado do petróleo em 2017: evolução e perspetivas

O preço do petróleo registou um aumento significativo ao longo de 2017 e no início de 2018. Entre janeiro de 2017 e janeiro de 2018, o preço do *brent* aumentou cerca de 26% em dólares e 9% em euros (Gráfico C1.1).² Esta evolução contribuiu em particular para a aceleração dos preços dos bens energéticos e para o aumento da inflação na área do euro em 2017, incluindo em Portugal. Neste contexto, a presente caixa pretende descrever a evolução recente do mercado de petróleo e as perspetivas num futuro próximo.

Gráfico C1.1 • Preço do Brent | Dólares por barril

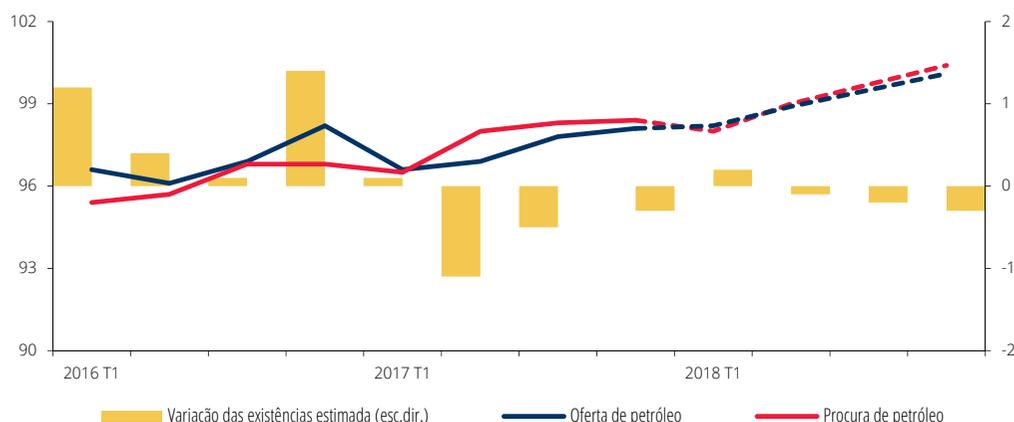


Fonte: Bloomberg.

O aumento do preço do petróleo refletiu, em grande medida, um crescimento da procura superior ao crescimento da oferta e uma redução do nível de existências (Gráfico C1.2). Por um lado, a aceleração da atividade económica global em 2017 foi sucessivamente surpreendendo em alta e suscitou um crescimento sustentado da procura de petróleo. Por outro lado, a oferta de petróleo foi significativamente condicionada pelos cortes na produção resultantes do acordo entre os países da OPEP e outros produtores (em particular, a Rússia). Este acordo foi inicialmente conseguido em dezembro de 2016 e estabelecia cortes na produção na primeira metade de 2017, mas foi posteriormente prolongado, sendo que na versão atual os cortes deverão vigorar até ao final de 2018. A taxa de cumprimento do acordo foi, em geral, crescente e, nos últimos meses, os cortes efetuados têm sido mesmo superiores aos acordados.³ Em 2017, observou-se assim uma redução significativa dos níveis de existências à escala global, após os máximos históricos nos últimos anos, o que terá sinalizado um mercado relativamente mais apertado e contribuído para suscitar pressões ascendentes adicionais sobre os preços.⁴

2. Em termos médios anuais, o aumento foi cerca de 23% em 2017, após quedas de 47 e 16% em 2015 e 2016, respetivamente (em euros, aumento de cerca de 21%, após quedas de 37 e 15% em 2015 e 2016).
3. O acordo foi primeiro estendido até março de 2018 (em maio de 2017) e depois até ao final de 2018 (em novembro de 2017). Os cortes na produção deveriam ascender a cerca de 1,2 milhões de barris por dia para os países da OPEP e metade desse valor para os outros produtores. Em 21 de março de 2018, o comité ministerial dos países da OPEP e outros produtores que monitoriza o acordo divulgou que a taxa de cumprimento se encontrava em 138% (a média em 2017 foi 107%).
4. Numa situação em que o nível de existências é mais baixo, o benefício de armazenar fisicamente petróleo para alisar a produção e acomodar choques inesperados na procura (*convenience yield*) aumenta, pelo que o preço *spot* do petróleo tende a aumentar.

Gráfico C1.2 • Oferta e procura de petróleo | Milhões de barris por dia

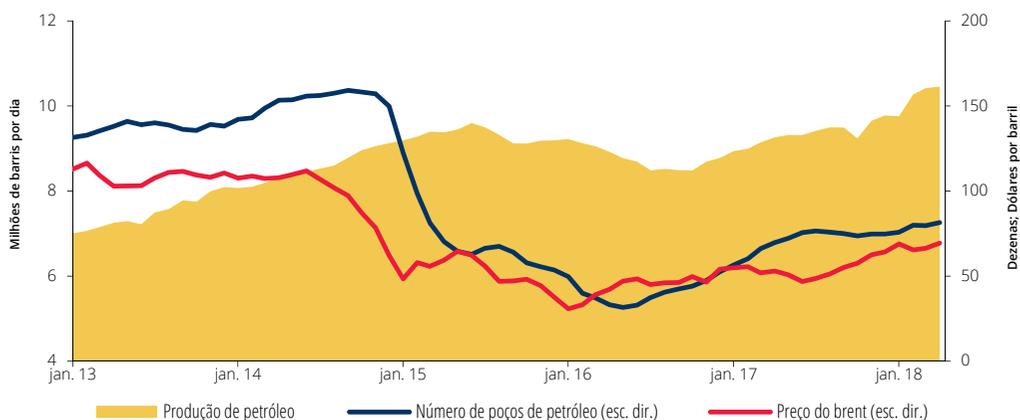


Fontes: International Energy Agency e cálculos do Banco de Portugal. | A oferta de petróleo assume que os cortes na produção pela OPEP/ Não-OPEP se manterão em vigor a partir do primeiro trimestre de 2018 (produção de crude pela OPEP se manterá em 32.3 mb/d).

No início de 2018, verificou-se um maior equilíbrio entre a oferta e a procura. Apesar dos cortes na produção resultantes do acordo entre a OPEP e outros produtores, a oferta de petróleo global aumentou em 2017, refletindo essencialmente o aumento continuado da produção nos EUA, em particular do petróleo de xisto. Este segmento da produção reage de forma cada vez mais imediata a aumentos do preço para níveis consistentemente acima de 50 dólares por barril (Gráfico C1.3).⁵ Este fator terá contribuído para a interrupção da tendência crescente dos preços em fevereiro de 2018, na sequência também de alguma volatilidade nos mercados financeiros. O preço do *brent* em abril situou-se próximo do nível de janeiro, cerca de 69 dólares por barril.⁶ Embora subsista alguma incerteza, o equilíbrio no mercado deverá manter-se ao longo do ano. Dadas as perspectivas positivas para a economia global, as projeções apontam para um aumento da procura que deverá continuar a ser acompanhado, em grande medida, por um crescimento da produção nos EUA, uma vez que os cortes na produção ao abrigo do acordo entre os países da OPEP e outros produtores deverão manter-se até ao final do ano. Não obstante este ser o cenário mais plausível, a ocorrência de potenciais perturbações na oferta, nomeadamente por fatores geopolíticos, e uma procura mais dinâmica do que o esperado, poderão colocar pressões ascendentes sobre os preços do petróleo. Nestes cenários, a reação rápida da produção nos EUA, cuja eficiência tem vindo a aumentar, provavelmente limitaria a materialização desses aumentos. Esta análise sugere assim uma manutenção do preço do petróleo próximo dos níveis atuais, o que parece estar implícito também nos mercados de futuros (Gráfico C1.1).⁷

- Segundo os analistas de mercado, o preço do petróleo deverá manter-se num intervalo consistente com os custos de produção dos produtores marginais, o que atualmente se pensa estar próximo dos 50 dólares por barril no curto prazo. No entanto, de acordo com as projeções dos mesmos analistas, os preços deverão aumentar para um intervalo entre 65 e 70 dólares por barril no médio prazo se a produção de petróleo de xisto nos EUA continuar a expandir-se de forma rentável ("The oil market in the age of shale oil", *ECB Economic Bulletin*, Issue 8 / 2017).
- Considerando informação até ao dia 12 de abril.
- Os mercados de futuros sugerem um ligeiro e gradual declínio dos preços do petróleo até ao fim de 2019. No entanto, como atrás referido, numa situação em que o nível de existências é mais baixo, a *convenience yield* de armazenar petróleo aumenta pelo que o preço *spot* do petróleo tende a aumentar e os preços futuros tendem a diminuir. Neste caso, a curva de preços futuros tende a ter um perfil mais plano e ligeiramente descendente (refere-se habitualmente que o mercado se encontra em *backwardation*) e pode não representar as expectativas quanto às condições do mercado de forma precisa.

Gráfico C1.3 • Produção de petróleo nos EUA e preço do petróleo



Fontes: Baker Hughes Inc., Bloomberg e U.S. Energy Information Administration. | Notas: Poços de petróleo incluem poços de xisto e convencionais. Produção de petróleo nos EUA: média móvel de 4 semanas da produção de petróleo cru.

3 Condições monetárias e financeiras

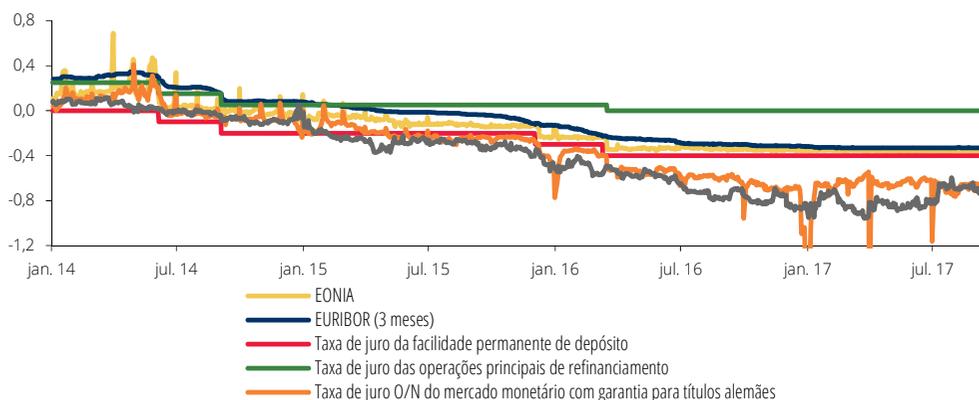
3.1 Área do euro

Ao longo de 2017 as projeções macroeconómicas foram sucessivamente revistas em alta, contudo o crescimento sólido não se refletiu numa convergência sustentada da inflação da área do euro para o objetivo de estabilidade de preços do BCE. Assim, o BCE manteve ao longo do ano uma orientação acomodatória da política monetária e anunciou, em outubro, a extensão do programa alargado de compra de ativos (*Extended Asset Purchase Programme – APP*) por, pelo menos, mais 9 meses até setembro de 2018. O montante mensal de compras foi reduzido para 30 milhares de milhões de euros a partir de janeiro de 2018, tendo sido reiterado o compromisso de utilizar todos os instrumentos disponíveis para garantir a convergência da taxa de inflação para um valor abaixo mas próximo de 2% no médio-prazo. O BCE prolongou assim a orientação acomodatória da política monetária, esperando que as taxas de juro diretoras permaneçam nos níveis atuais por um período de tempo alargado, muito para além do horizonte das compras líquidas de ativos, i.e. o momento em que as compras mensais apenas correspondam à substituição de títulos no balanço do banco central que atinjam a maturidade. Adicionalmente, o reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos comprados no âmbito do APP deverá ser mantido por um período prolongado após o fim das compras líquidas, enquanto as operações de refinanciamento através de leilão de taxa fixa com satisfação total da procura (*fixed rate full allotment*) se deverão estender até, pelo menos, ao fim do último período de manutenção de reservas de 2019.

Condições monetárias e financeiras na área do euro mantiveram-se favoráveis

Num contexto de política monetária acomodatória e sem alterações de taxas de juro diretoras, as taxas de juro do mercado monetário estabilizaram em níveis historicamente baixos (Gráfico I.3.1), interrompendo a trajetória descendente dos anos anteriores. Em todo o caso, a elevada procura por ativos de elevada qualidade creditícia no final de cada trimestre persistiu em 2017 (em menor intensidade nos primeiros 3 trimestres), resultando em alterações significativas mas pontuais nas taxas de juro do mercado monetário com garantia.

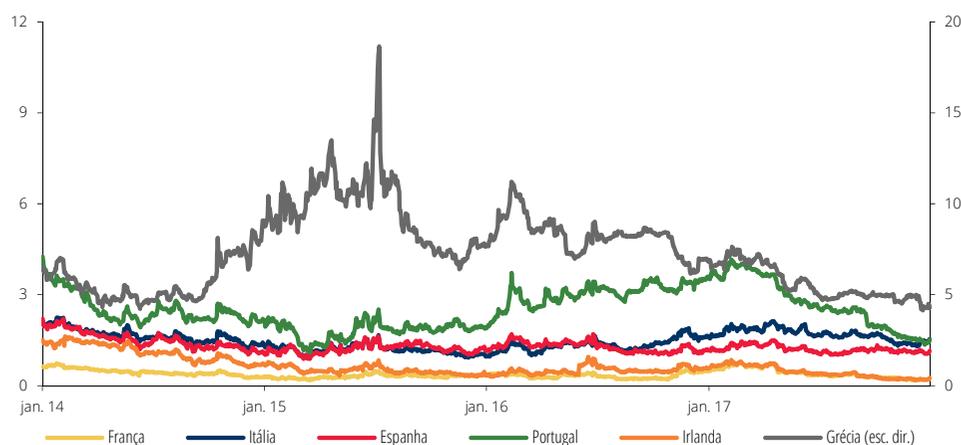
Gráfico I.3.1 • Evolução de taxas representativas no mercado monetário da área do euro
| Percentagem



Fonte: Bloomberg. | Nota: O gráfico encontra-se truncado em -1,2% para permitir uma leitura mais clara (a taxa de juro *overnight* do mercado monetário com garantia para títulos alemães atinge valores abaixo de -4% no último dia de 2016 e 2017).

No mercado obrigacionista, a par de um crescimento económico generalizado na união monetária e de revisões positivas de *ratings* atribuídos à dívida pública dos países percecionados como mais vulneráveis, observou-se uma redução dos *spreads* da dívida pública a 10 anos face aos títulos alemães, com destaque para o caso português (Gráfico I.3.2). No mercado cambial, a taxa de câmbio do euro apreciou em termos nominais efetivos⁸ 5,4% em 2017 num contexto de surpresas positivas na recuperação económica e de maior atratividade relativa dos investimentos na área do euro. Em termos bilaterais, o euro apreciou face à generalidade das divisas, especialmente face ao dólar norte-americano (12,3%).

Gráfico I.3.2 • Diferencial de rendibilidade da dívida pública a 10 anos face à Alemanha
| Pontos percentuais

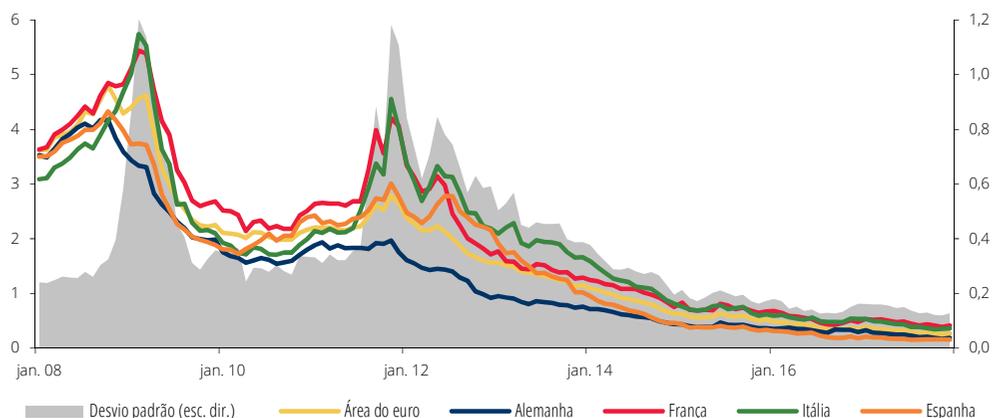


Fontes: Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

O setor bancário na área do euro continuou a recuperar em 2017, num quadro de compressão dos custos de financiamento dos bancos ao longo do ano para mínimos históricos, acompanhado de uma redução da dispersão entre países (Gráfico I.3.3). Neste contexto, as medidas não convencionais de política monetária do BCE tiveram um impacto positivo na evolução do crédito concedido ao setor privado. Em particular, nos resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito (*Bank Lending Survey* – BLS) há evidência de que o APP contribuiu para melhorar as condições de financiamento do setor bancário e de que a liquidez adicional do APP foi utilizada para conceder novos empréstimos (Gráfico I.3.4). Os resultados do BLS indicam também que os critérios e os termos e condições de concessão de crédito se tornaram menos restritivos para as empresas não financeiras e para os particulares, devido principalmente a uma maior pressão competitiva e uma menor perceção de risco. Por sua vez, o baixo nível das taxas de juro (Gráfico I.3.5) e a melhoria das perspetivas da situação económica justificaram maioritariamente o aumento da procura de crédito. Assim, o crédito bancário concedido a empresas não financeiras e particulares continuou a recuperar em 2017 (Gráfico I.3.6). Persistiu, no entanto, alguma heterogeneidade na evolução do crédito entre países da área do euro. O ritmo de crescimento do crédito bancário concedido aos particulares e às empresas não financeiras nos países do sul da Europa manteve-se abaixo da média da área do euro.

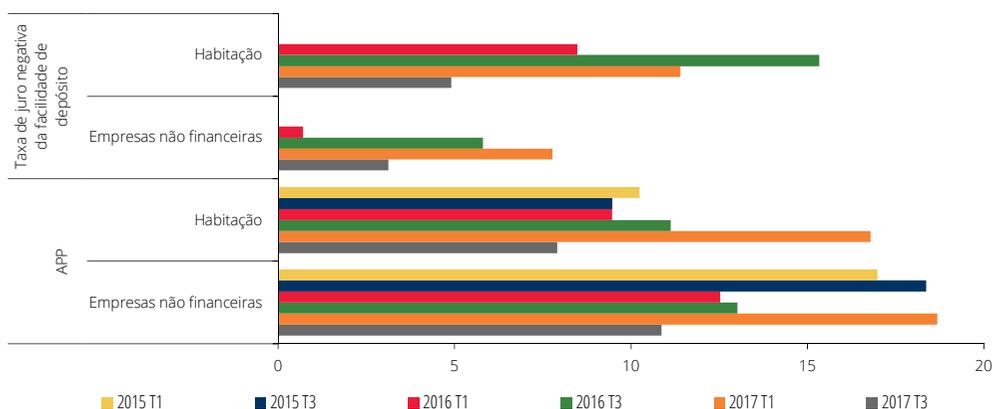
8. A taxa de câmbio nominal efetiva corresponde a uma média geométrica ponderada das taxas de câmbio bilaterais do euro, em termos nominais, face às moedas de 19 parceiros comerciais.

Gráfico I.3.3 • Custo de financiamento dos bancos | Percentagem



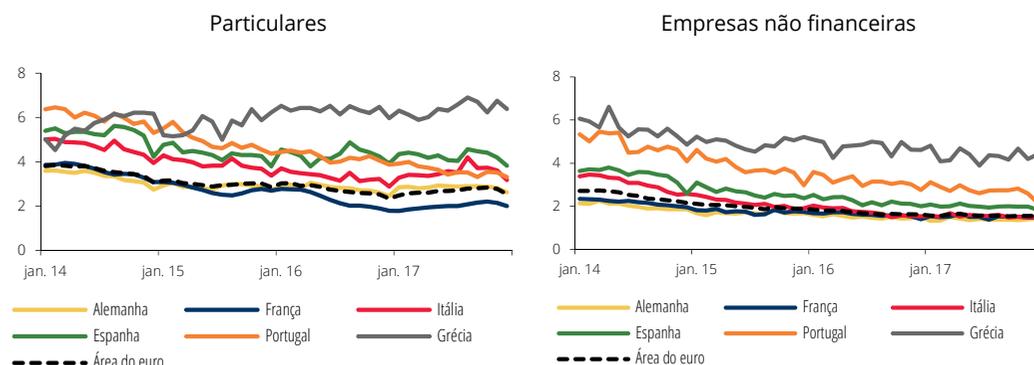
Fontes: BCE, Bank of America Merrill Lynch e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O custo de financiamento corresponde à média ponderada do custo dos depósitos bancários e das taxas das obrigações emitidas pelos bancos. Desvio padrão calculado para os 4 países apresentados.

Gráfico I.3.4 • Impacto do programa alargado de compra de ativos e da taxa de juro negativa da facilidade de depósito na oferta de crédito | Índice de difusão



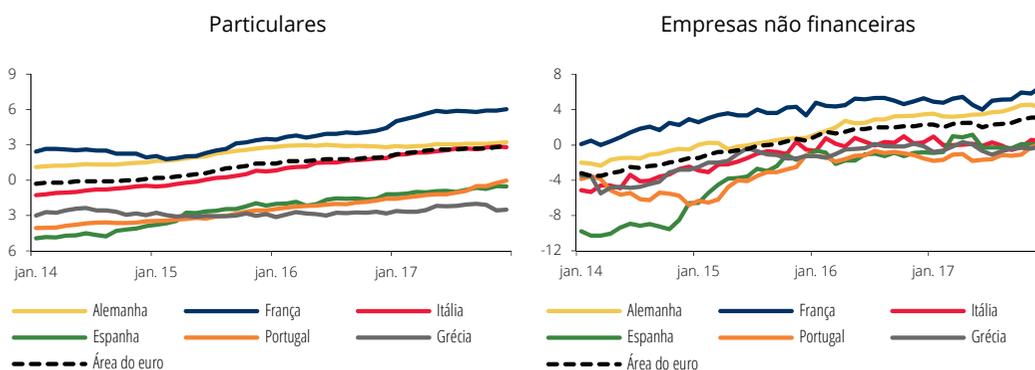
Fonte: BCE. | Notas: APP é a sigla do programa de compra de ativos do BCE. O Inquérito aos Bancos Sobre o Mercado de Crédito é um inquérito trimestral aos bancos da área do euro. O índice de difusão varia entre -100 e 100. Valores inferiores (superiores) a zero traduzem uma redução (um aumento) da oferta ou um contributo negativo (positivo) para a evolução da oferta.

Gráfico I.3.5 • Taxas de juro de novos empréstimos na área do euro | Em percentagem



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.3.6 • Empréstimos bancários na área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem

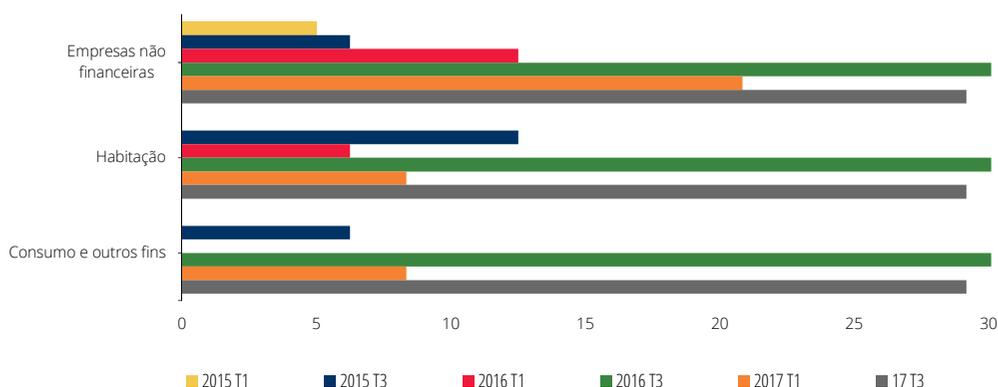


Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: As taxas de variação anual são calculadas com base em saldos corrigidos de reclassificações, vendas e outras variações que não sejam devidas a transações financeiras.

3.2 Portugal

Em 2017 as condições de financiamento do setor privado não financeiro evoluíram favoravelmente, tanto em termos de quantidades como de preços. As medidas de política monetária não convencional do BCE, em particular o APP, continuaram a ter um papel importante nesta evolução (Gráfico I.3.7), interagindo com uma evolução favorável do risco de crédito de empresas e particulares (Gráfico I.3.8).

Gráfico I.3.7 • Impacto do programa alargado de compra de ativos na oferta de crédito | Índice de difusão



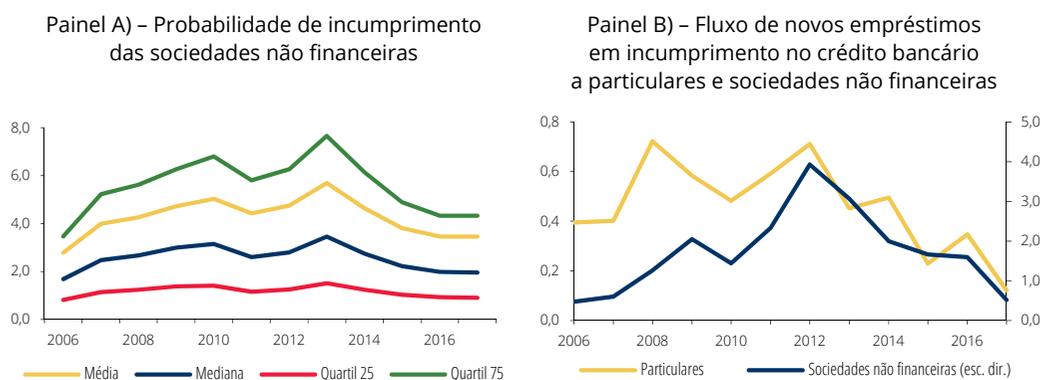
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito e varia entre -100 e 100. Valores inferiores (superiores) a zero traduzem uma redução (um aumento) da procura ou um contributo negativo (positivo) para a evolução da procura.

As taxas de juro dos novos empréstimos a particulares diminuíram, em especial no segundo semestre

As taxas de juro dos novos empréstimos bancários a particulares mantiveram em 2017 a tendência de redução iniciada em meados de 2012 (Gráfico I.3.9). A taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) nos empréstimos para aquisição de habitação e nos empréstimos para consumo registou em dezembro de 2017 o valor mínimo das séries com início em 2003 (2,4% e 8,6%, respetivamente). Esta diminuição ficou a dever-se sobretudo a uma redução dos *spreads* aplicados pelos

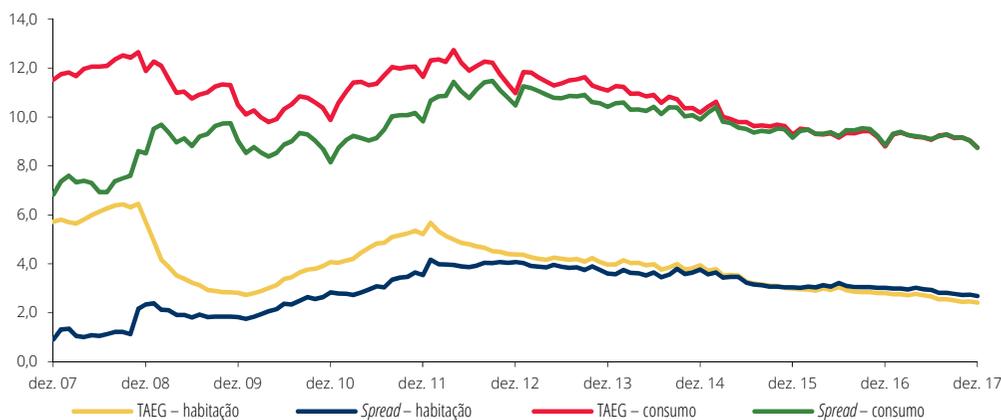
bancos, uma vez que as taxas de juro interbancárias que servem de indexante se mantiveram estáveis. No caso dos empréstimos para aquisição de habitação, os *spreads* médios observados em dezembro de 2017 encontravam-se próximos dos registados no final de 2010 e em linha com a média da área do euro. Estes valores encontram-se no entanto bastante acima dos observados no período anterior à crise económica e financeira.

Gráfico I.3.8 • Probabilidade de incumprimento das sociedades não financeiras e fluxo de novos empréstimos em incumprimento no crédito bancário a particulares e sociedades não financeiras | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A probabilidade de incumprimento (1 ano) é medida com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016. O fluxo de novos empréstimos em incumprimento é calculado com base na variação do saldo dos empréstimos vencidos e de cobrança duvidosa corrigindo de abatidos, reclassificações e cedências de créditos.

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



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

Os novos empréstimos para habitação e consumo continuaram a aumentar

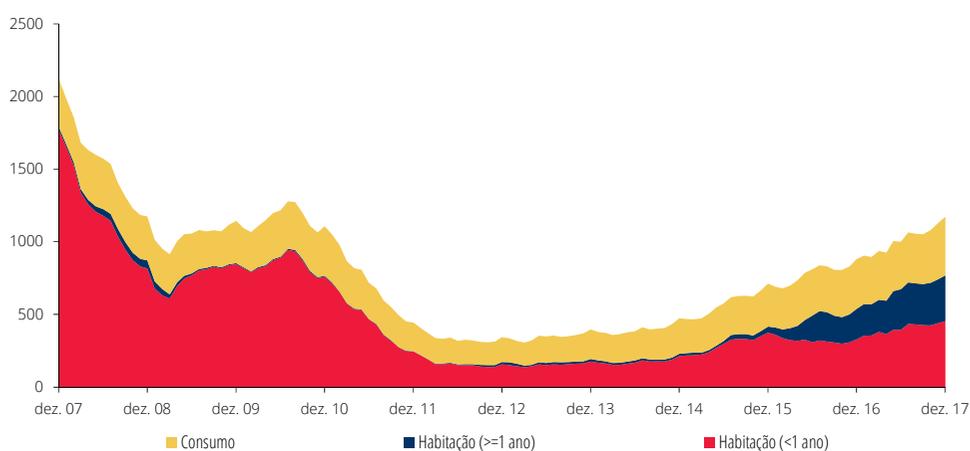
Em linha com o observado desde 2015, o montante dos novos empréstimos bancários concedidos a particulares para habitação apresentou uma tendência ascendente ao longo de 2017

(Gráfico I.3.10). O total de novos empréstimos para habitação permanece no entanto consideravelmente abaixo do observado nos anos anteriores à crise económica e financeira. Após dois anos em que os contratos com um prazo de fixação da taxa de juro indexante superior a um ano aumentaram significativamente a sua importância no total de novos empréstimos, assistiu-se em 2017 a uma estabilização do seu peso em cerca de 40%. O aumento dos novos empréstimos para aquisição de habitação tem contribuído para o aumento da taxa de variação anual dos empréstimos bancários para aquisição de habitação (Gráfico I.3.11), que permanece no entanto em valores negativos (-1,7% em dezembro de 2017) uma vez que as amortizações continuam a ser superiores aos novos empréstimos. Com base na análise feita na Caixa 2, conclui-se que os reembolsos têm aumentado no período mais recente e que esse aumento se deve a um maior volume de reembolsos totais antecipados, os quais, na sua maioria, não estão associados à contratação de novos empréstimos para compra de habitação.

O dinamismo que se observa nos novos empréstimos para habitação ocorre num contexto de significativo aumento dos preços e do volume de transações neste mercado (Gráfico I.3.12). O aumento dos preços foi particularmente significativo ao longo da segunda metade do ano, com a taxa de variação homóloga a passar de 8,0% para 10,5% entre o segundo e o quarto trimestre de 2017. Em resultado, os preços em termos reais no final de 2017 alcançaram os valores observados no primeiro trimestre de 2008. O aumento do volume de transações deverá estar associado *inter alia* ao aumento dos novos empréstimos, os quais, à semelhança do observado em 2015 e 2016, aumentaram em proporção do total de transações. Ainda assim, os novos empréstimos correspondiam em 2017 a menos de metade do total de transações, muito abaixo do observado no período pré-crise.

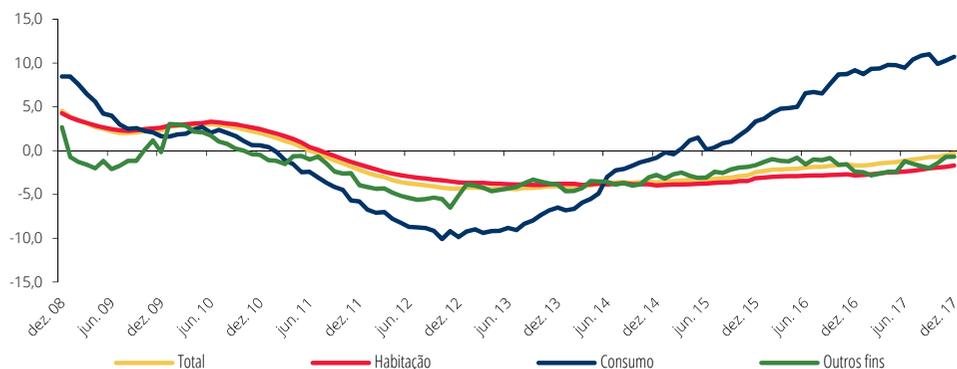
Segundo o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a melhoria das perspetivas do mercado da habitação, incluindo a evolução esperada dos preços, assim como a melhoria da confiança dos consumidores e o nível reduzido das taxas de juro, impulsionaram o aumento da procura de empréstimos para habitação. Do lado da oferta, os bancos inquiridos têm assinalado um ligeiro aumento da concorrência por parte de outras instituições bancárias e perspetivas mais otimistas relativamente à evolução dos preços da habitação, apesar de não referirem uma suavização dos critérios de concessão de crédito.

Gráfico I.3.10 • Montante de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Média móvel de 3 meses, em milhões de euros



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

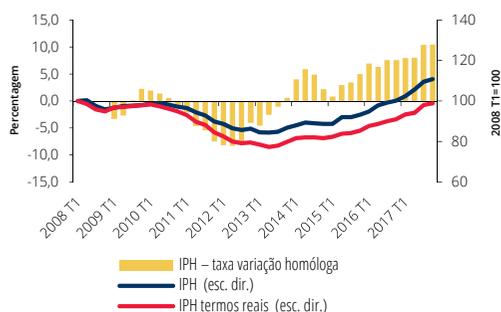
Gráfico I.3.11 • Empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Taxa de variação anual, em percentagem



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

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

Preços da habitação | Percentagem e índice



Transações de alojamentos familiares e novos empréstimos para habitação | Milhões de EUR e percentagem



Fonte: INE. | Nota: Os preços da habitação são medidos pelo Índice de Preços da Habitação (IPH). O preço em termos reais corresponde ao rácio entre esse índice de preços e o IHPC.

O montante dos novos empréstimos bancários para consumo aumentou de forma significativa ao longo de 2017, atingindo em dezembro o valor mais elevado desde meados de 2006 (Gráfico I.3.10). Esta evolução contribuiu para o aumento da taxa de variação anual do crédito bancário ao consumo, a qual passou de 9,2% em dezembro de 2016 para 10,7% em dezembro de 2017 (Gráfico I.3.11). Este agregado não inclui o crédito concedido por outras instituições financeiras não monetárias, com um peso de aproximadamente 20% no stock total de crédito ao consumo, e cuja taxa de variação anual aumentou para 18,9% (7,3% em dezembro de 2016) (Gráfico I.3.13). Uma análise com base em dados microeconómicos sugere que o atual dinamismo observado no mercado de crédito ao consumo estará relacionado com a captação de novos clientes sem presença anterior no mercado e com uma maior transição de clientes entre instituições (Caixa 3). De acordo com os bancos participantes no Inquérito aos Bancos Sobre o Mercado de Crédito, o forte dinamismo observado na concessão de crédito ao consumo estará associado a um significativo aumento da procura em resultado de uma maior confiança dos consumidores. Do lado da oferta de crédito, os critérios de concessão deste tipo de crédito ter-se-ão mantido relativamente estáveis. No entanto, os bancos inquiridos

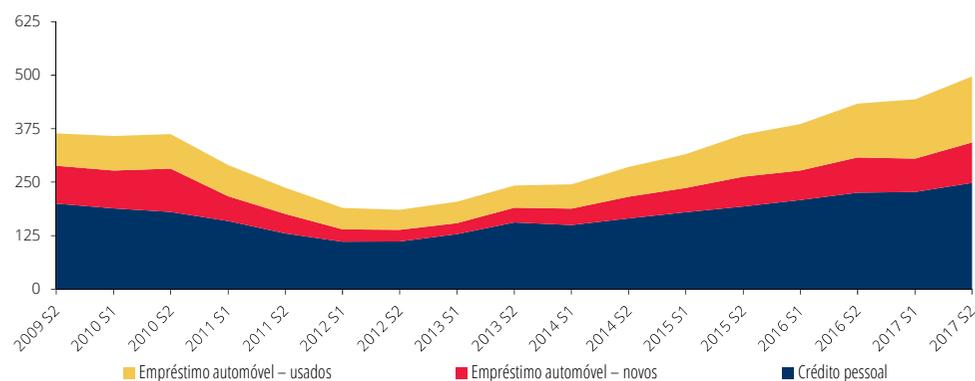
referem uma diminuição dos *spreads* aplicados num contexto de uma perceção de menores riscos em relação à atividade económica em geral bem como de uma maior concorrência de outras instituições bancárias e não bancárias. Analisando por componente, o crédito automóvel, sobretudo relativo a veículos usados, continua a ser o que apresenta um maior dinamismo (Gráfico I.3.14).

Gráfico I.3.13 • Empréstimos concedidos a particulares para consumo | Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito. Os empréstimos bancários referem-se a empréstimos concedidos por instituições financeira monetárias, ou seja, instituições financeiras autorizadas a receber depósitos.

Gráfico I.3.14 • Montante dos novos contratos de crédito aos consumidores por categoria do crédito | Valor médio mensal dos últimos 6 meses, em milhões de euros



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

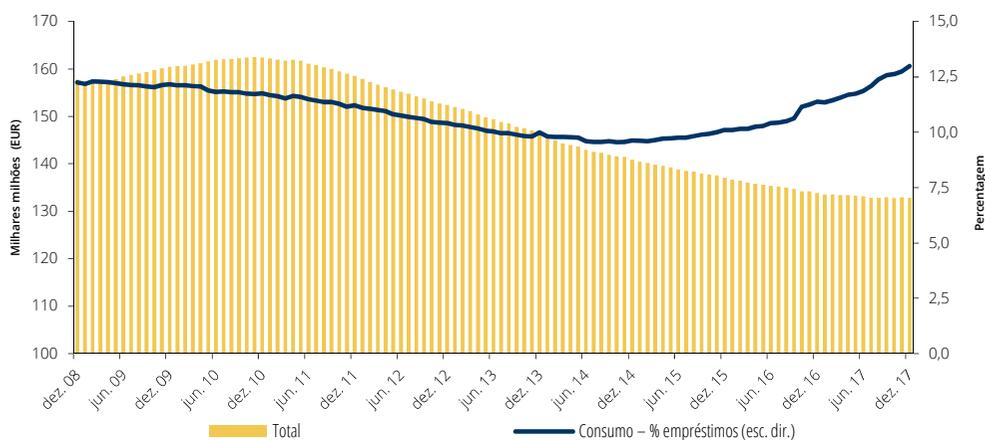
Num contexto particularmente propício à redução do grau de restritividade dos critérios de concessão de crédito, caracterizado por taxas de juro em níveis historicamente baixos, recuperação económica e subida nos preços do imobiliário, o Banco de Portugal anunciou no dia 30 de janeiro de 2018 uma medida macroprudencial sob a forma de recomendação com vista a garantir que as instituições de crédito e as sociedades financeiras não assumam riscos excessivos na concessão de novo crédito e que os mutuários tenham acesso a financiamento sustentável.⁹

9. Ver <https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>

· A dívida total dos particulares estabilizou em termos nominais mas continuou a diminuir em percentagem do PIB

A dívida total dos particulares estabilizou em termos nominais no final de 2017 após seis anos de redução (Gráfico I.3.15). Apesar do valor nominal da dívida ter estabilizado, observou-se uma diminuição de 0,8 pontos percentuais quando analisada em percentagem do PIB. A estabilização da dívida dos particulares caracterizou-se por uma diminuição progressivamente menor da componente relativa ao crédito para aquisição de habitação e um aumento da dívida associada ao crédito ao consumo. O peso do crédito ao consumo no total de dívida dos particulares encontra-se ligeiramente acima do observado no período que antecedeu a crise económica e financeira. Dado o perfil distinto de evolução destes dois tipos de dívida, é expectável que a importância do crédito ao consumo na dívida dos particulares continue a aumentar ao longo de 2018. Não obstante esta evolução, é importante assinalar que a maior parte da dívida dos particulares está associada a garantias reais, concentrando-se nos quintis mais elevados de rendimento (Caixa 4).

Gráfico I.3.15 • Dívida financeira dos particulares e peso dos empréstimos para consumo
| Em valor absoluto e em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

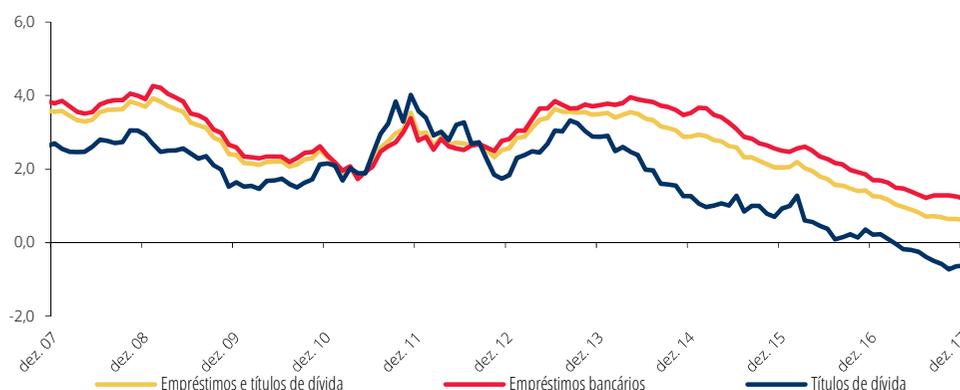
· O custo de financiamento das empresas com empréstimos e títulos de dívida manteve uma tendência descendente ao longo de 2017

O custo médio de financiamento através de dívida das sociedades não financeiras, avaliado em termos reais, tem vindo a registar uma tendência de redução, situando-se no final de 2017 em 0,6% (Gráfico I.3.16). À semelhança dos últimos anos, para esta evolução favorável contribuíram os empréstimos bancários e os títulos de dívida (curto e longo prazo). A redução foi no entanto mais acentuada no caso dos títulos, os quais têm vindo a aumentar o seu peso na estrutura de endividamento das empresas, ainda que com uma abrangência limitada. Esta evolução deverá estar relacionada com o aumento do peso do financiamento nos mercados internacionais de capitais, os quais na conjuntura atual oferecem taxas de juro inferiores às oferecidas pelos bancos residentes no caso de algumas grandes empresas (Tema em Destaque).

Em linha com a evolução do custo de financiamento, as taxas de juro nominais dos novos empréstimos bancários às sociedades não financeiras mantiveram uma tendência de redução ao longo

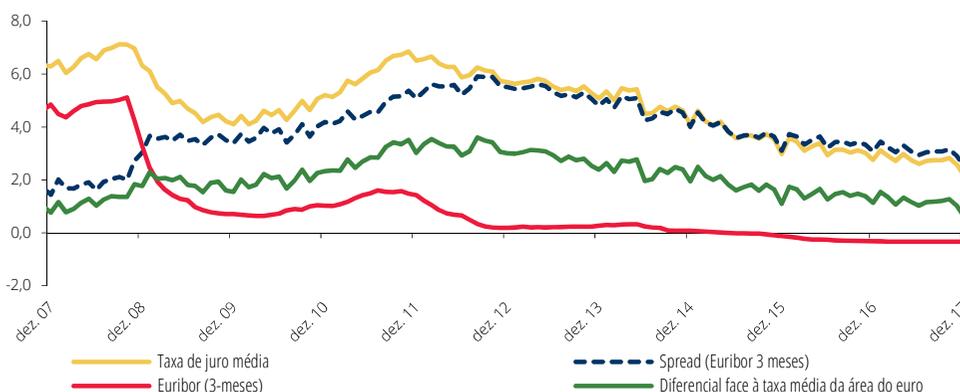
de 2017. Tal como no caso dos particulares, esta evolução ficou a dever-se sobretudo a uma diminuição nos diferenciais face às taxas de juro de mercado (Gráfico I.3.17). O diferencial positivo face à taxa de juro média dos empréstimos às sociedades não financeiras da área do euro continuou também a reduzir-se, fixando-se em níveis semelhantes ao observado antes da crise económica e financeira.

Gráfico I.3.16 • Custo de financiamento das sociedades não financeiras com empréstimos e títulos de dívida em Portugal, em termos reais | Em percentagem



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

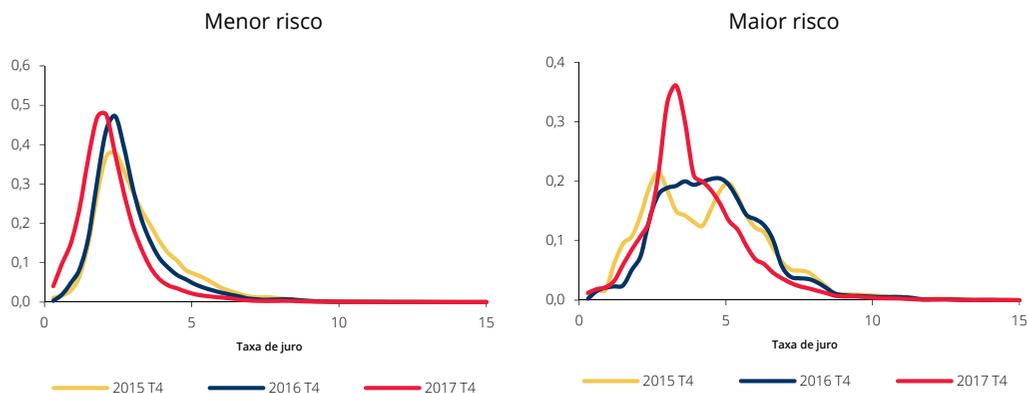
Gráfico I.3.17 • Taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras | Em percentagem e em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal, BCE e Bloomberg. | Nota: A taxa de juro média é calculada com base nas taxas de juro dos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo.

Tal como nos últimos anos, as taxas de juro médias dos novos empréstimos concedidos a empresas com maior risco continuam a ser significativamente superiores às observadas nos empréstimos de menor risco (Gráfico I.3.18). Adicionalmente, as taxas de juro médias dos novos empréstimos concedidos a empresas de maior risco continuam a evidenciar uma maior dispersão. No entanto, no período mais recente, a redução nas taxas de juro dos novos empréstimos às empresas de maior risco terá sido acompanhada por uma menor dispersão em termos de prémios de risco.

Gráfico I.3.18 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos a empresas privadas não financeiras por perfil de risco de crédito | Densidade

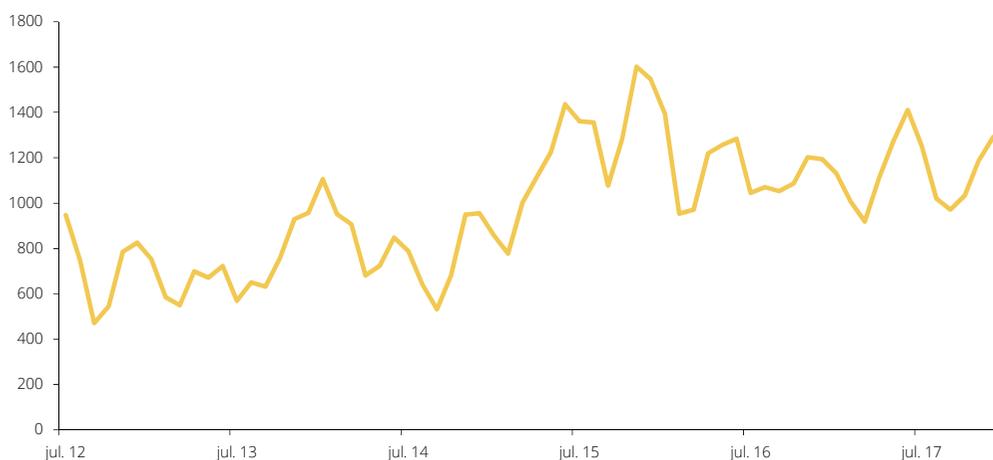


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Taxas de juro ponderadas pelos montantes de crédito. As empresas de risco reduzido (elevado) correspondem a empresas que se situam no primeiro (último) quartil da distribuição de risco. O risco de crédito é medido com base no Z-score estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, p. 19-45.

Os novos empréstimos bancários a empresas mantiveram-se relativamente estáveis ao longo do ano, apesar de haver sinais de um ligeiro aumento da procura

Não obstante a diminuição observada nos custos de financiamento, os novos empréstimos bancários a sociedades não financeiras com prazo superior a um ano, que são menos afetados por alterações ao nível da estrutura de maturidades da dívida das empresas, mantiveram-se relativamente estáveis em valores próximos dos observados ao longo de 2016 (Gráfico I.3.19). Uma vez que as amortizações de empréstimos continuam a ser superiores aos novos empréstimos, a taxa de variação anual do crédito bancário, que inclui a totalidade dos empréstimos e títulos detidos pelos bancos, situou-se em -0,7% em dezembro (Gráfico I.3.20).

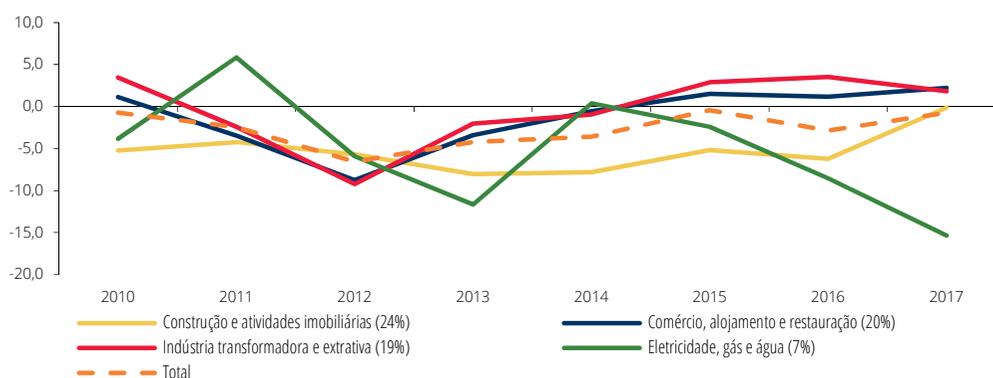
Gráfico I.3.19 • Montante de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas com prazo contratual superior a 1 ano | Média móvel de 3 meses, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Apresentam-se apenas os novos empréstimos com prazo contratual superior a 1 ano de forma a mitigar o efeito do refinanciamento frequente dos empréstimos de maturidades mais curtas na contabilização dos novos empréstimos.

Os setores de atividade económica com maior dinamismo foram a indústria transformadora e extra-tiva e o comércio, alojamento e restauração. Adicionalmente, observou-se um aumento da taxa de variação anual do crédito bancário ao setor da construção e atividades imobiliárias, a qual ficou próxima de zero após vários anos em valores significativamente negativos. A evolução do crédito bancário aos setores do comércio, alojamento e restauração e construção e atividades imobiliárias deverá estar relacionada com o forte dinamismo observado em todas as atividades relacionadas com o setor do turismo (Capítulos 5 e 6). Em sentido contrário, observou-se uma forte redução do crédito bancário ao setor da eletricidade, gás e água.

Gráfico I.3.20 • Crédito bancário a sociedades não financeiras | Taxa de variação anual, em percentagem



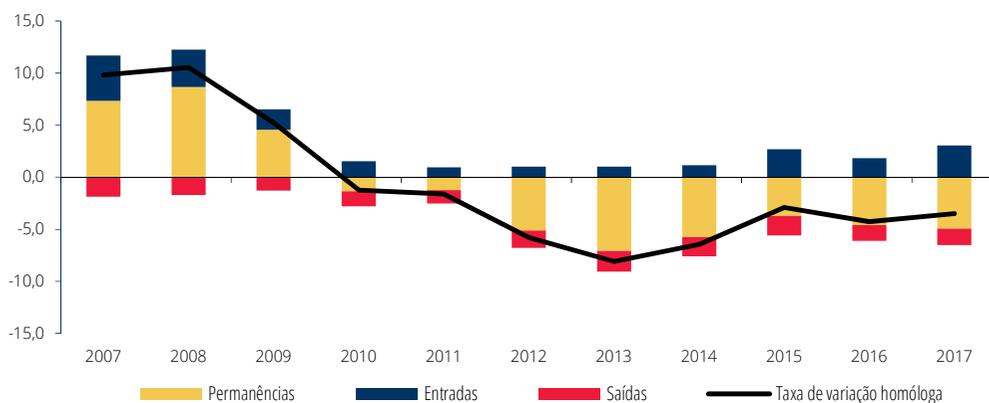
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O agregado de crédito apresentado engloba empréstimos e títulos. As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito. Na legenda, os valores entre parênteses representam o peso do crédito ao setor no total de crédito bancário às sociedades não financeiras.

Apesar de a taxa de variação anual do crédito bancário a empresas continuar negativa, uma análise por dinâmica de presença no mercado de empréstimos mostra um aumento do contributo do crédito concedido por instituições financeiras residentes a novos devedores (Gráfico I.3.21). Segundo o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a procura de empréstimos por parte das empresas terá aumentado em 2017. Este aumento estará associado, sobretudo, a uma maior necessidade de crédito para financiamento do investimento (Gráfico I.3.22). Os bancos inquiridos assinalaram ainda como fatores positivos para o aumento da procura uma maior necessidade de financiamento da compra de existências e fundo de manuseio e o nível reduzido de taxas de juro.

• O financiamento das empresas junto dos bancos residentes continuou a aumentar nas empresas com menor risco de crédito

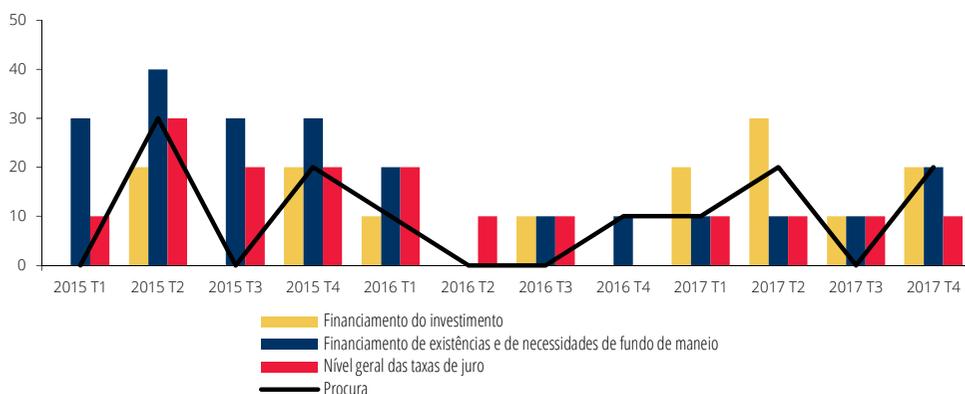
À semelhança do observado nos últimos anos, os empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes às empresas registaram uma evolução diferenciada por perfil de risco (Gráfico I.3.23). Assim, enquanto as empresas pertencentes ao quartil de risco de crédito mais reduzido registaram uma taxa de variação homóloga positiva, as empresas pertencentes ao quartil de risco de crédito mais elevado continuaram a evidenciar uma taxa de variação homóloga negativa. As empresas pertencentes ao segundo e terceiro quartis de risco de crédito registaram taxas de variação homólogas próximas de zero no final de 2017.

Gráfico I.3.21 • Empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a empresas por dinâmica de presença no mercado de empréstimos | Taxa de variação homóloga e contributos, em percentagem e em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: São analisados os saldos dos empréstimos das sociedades não financeiras privadas com crédito em situação regular, crédito vencido ou crédito renegociado. A saída de uma empresa do mercado de crédito no ano t é definida pela sua ausência na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) desse ano. A entrada de uma empresa é identificada pelo primeiro ano de reporte à CRC ou pelo ano em que reaparece após ter saído. As taxas de variação homólogas são calculadas com base na média dos saldos mensais ao nível da empresa. As vendas e compras de carteiras de crédito ao resto do mundo ou a outras instituições nacionais que não reportam à CRC são corrigidas a partir de 2015.

Gráfico I.3.22 • Evolução e fatores determinantes da procura de empréstimos por parte das empresas não financeiras | Índice de difusão



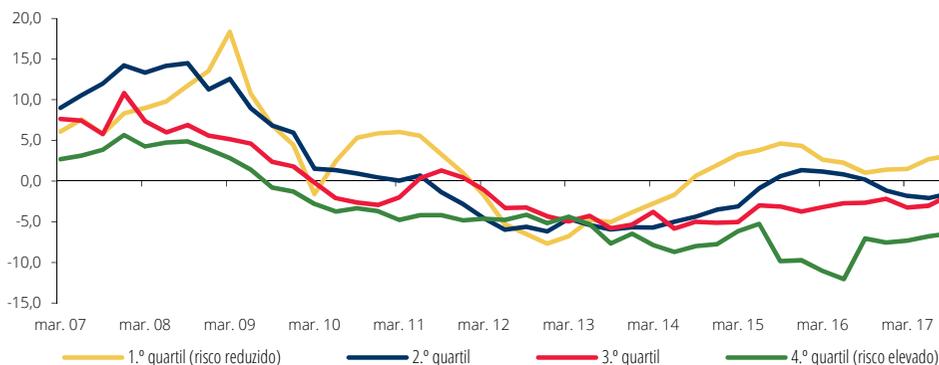
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito e varia entre -100 e 100. Valores inferiores (superiores) a zero traduzem uma redução (um aumento) da procura ou um contributo negativo (positivo) para a evolução da procura.

... O crédito total às empresas aumentou em 2017 num quadro de progressivo aumento do peso do financiamento através de não residentes

Num contexto em que o setor bancário tem vindo a diminuir progressivamente o seu peso no total de financiamento às empresas, é importante analisar um agregado de crédito mais lato, como o crédito total, o qual engloba o crédito bancário, o financiamento obtido através de empréstimos e títulos por via de outras instituições financeiras residentes e os empréstimos, títulos e créditos comerciais de outros residentes e não residentes (Tema em Destaque). A taxa de variação homóloga

do crédito total às sociedades não financeiras situou-se em 0,7% em dezembro de 2017 (-1,3% no final de 2016) (Gráfico I.3.24). O aumento da taxa de variação do crédito total está associado a um aumento do financiamento junto de não residentes, os quais têm vindo gradualmente a aumentar a sua importância no financiamento das sociedades não financeiras. À semelhança dos últimos anos, as empresas continuaram a diminuir o seu endividamento junto do setor financeiro residente.

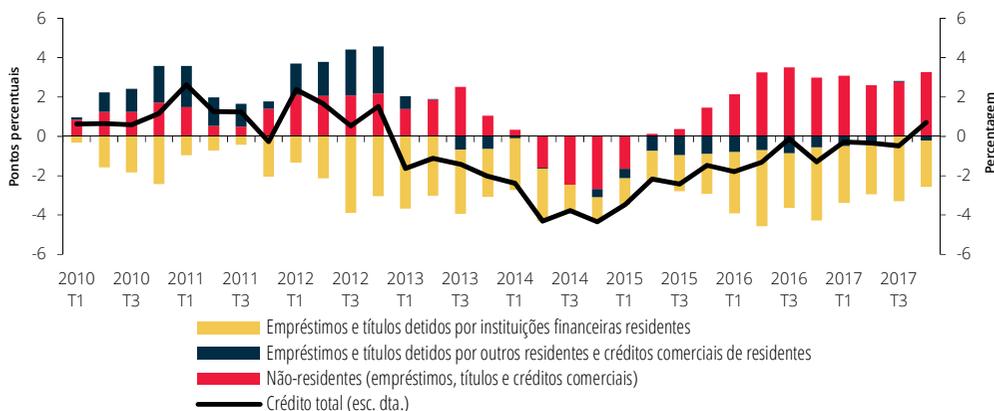
Gráfico I.3.23 • Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a empresas privadas não financeiras por quartil de risco de crédito | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O risco de crédito é medido com base no Z-score estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, nº2, abril de 2016. A taxa de variação homóloga é calculada como a taxa de variação anual do stock de empréstimos em cada mês.

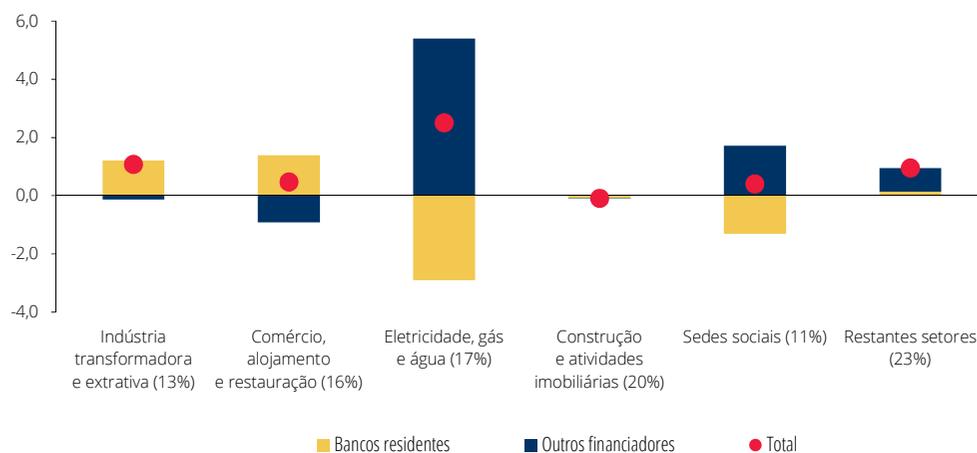
Conforme analisado no Tema em Destaque, os diferentes setores de atividade têm beneficiado de forma diferenciada do financiamento concedido por outros setores institucionais que não o bancário. As maiores diferenças entre a taxa de variação anual do crédito total e do crédito bancário observam-se nos setores da eletricidade, gás e água e das sedes sociais (Gráfico I.3.25).

Gráfico I.3.24 • Crédito total a sociedades não financeiras por setor financiador | Taxa de variação homóloga e contributos em percentagem e pontos percentuais



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

Gráfico I.3.25 • Crédito total a sociedades não financeiras por setor de atividade económica em 2017 | Taxa de variação anual e contributos por setor financiador



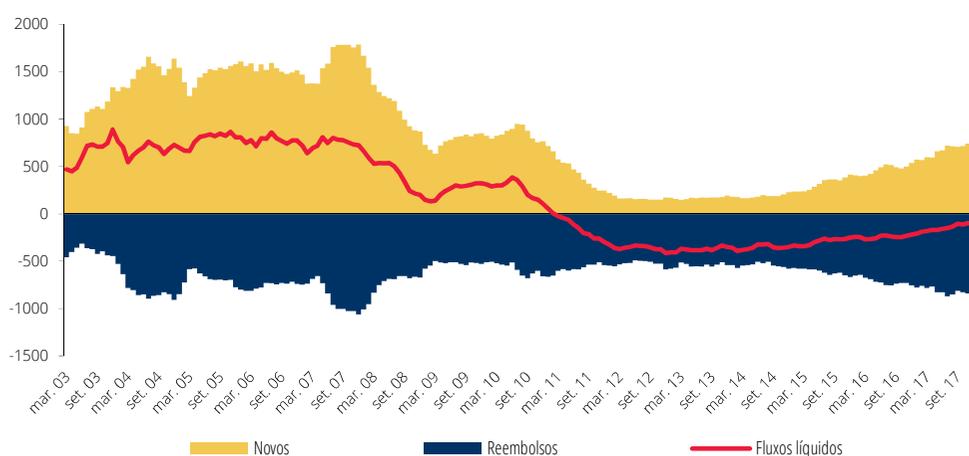
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O crédito total por setor engloba empréstimos e títulos. As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito. Os valores entre parênteses representam o peso do crédito ao setor no total de crédito às sociedades não financeiras.

Caixa 2 • Novos empréstimos e reembolsos no crédito à habitação: uma análise com dados microeconómicos

Apesar do dinamismo observado nos novos empréstimos a particulares para aquisição de habitação, os saldos do crédito à habitação continuam a reduzir-se, refletindo os montantes elevados de reembolsos. No final de 2017, os reembolsos de empréstimos para habitação calculados com base nas estatísticas monetárias e financeiras do Banco de Portugal, situavam-se em valores máximos dos últimos anos (Gráfico C2.1). É importante perceber se a dinâmica destes reembolsos decorre apenas do serviço da dívida previsto no contrato de crédito ou se está relacionada com a alteração de comportamento por parte dos devedores, num contexto de maior dinamismo do mercado da habitação e de um aumento do diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos e dos depósitos.

Na análise que se segue utilizam-se dados da Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal (CRC) relativos a particulares para analisar o comportamento dos reembolsos de empréstimos para habitação e a sua relação com os novos empréstimos. Esta análise com dados microeconómicos contribui para conhecer os motivos subjacentes ao dinamismo dos reembolsos e analisar a evolução do endividamento por devedor.

Gráfico C2.1 • Decomposição dos fluxos mensais de empréstimos para habitação
| Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Os fluxos líquidos correspondem às diferenças entre saldos em fim de mês corrigidas de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito. Os reembolsos correspondem à diferença entre os fluxos líquidos e os novos empréstimos.

A CRC recolhe mensalmente informação sobre os saldos de crédito dos devedores de todas as instituições de crédito de acordo com algumas características dos empréstimos, nomeadamente o prazo original e o valor da prestação.^{10,11} Os reembolsos de cada empréstimo foram calculados como a variação do saldo entre dois meses consecutivos. Consideraram-se três tipos de reembolsos: previstos no contrato, parciais antecipados e totais antecipados. Na maioria dos empréstimos à

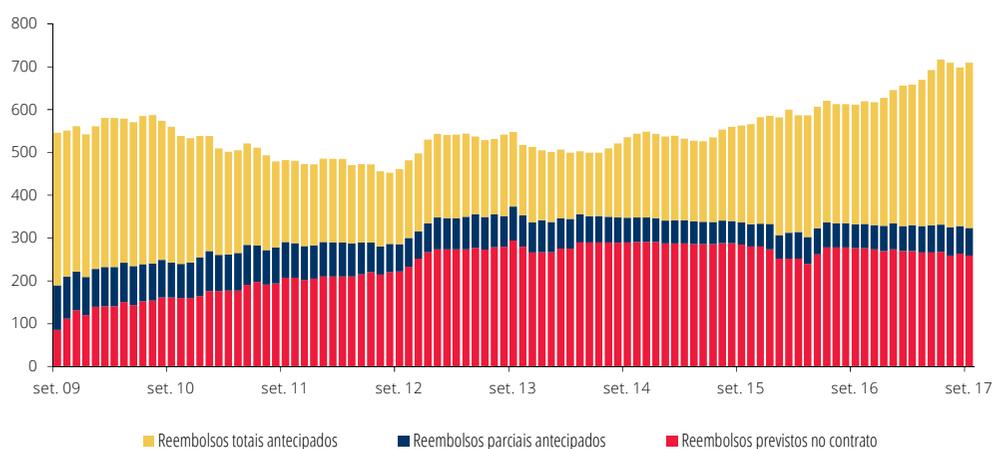
10. A CRC abrange os empréstimos concedidos pelas instituições de crédito residentes (bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo, instituições financeiras de crédito, sociedades de locação financeira, sociedades de *factoring*, sociedades de titularização de créditos, sociedades de garantia mútua e outras entidades que concedam crédito designadas pelo Banco de Portugal).

11. Na análise efetuada nesta caixa assume-se que os saldos de um devedor numa determinada instituição de crédito, com o mesmo prazo original e que não têm mais de três meses consecutivos sem informação na CRC, dizem respeito a um empréstimo.

habitação em Portugal, os reembolsos previstos no contrato consistem em pagamentos que devem ser efetuados todos os meses até à maturidade do contrato e que em conjunto com o pagamento de juros constituem a prestação. Os reembolsos antecipados correspondem a pagamentos de dívida extraordinários que originam uma redução da dívida mais rápida do que a prevista no contrato de crédito.¹² Estes reembolsos são considerados totais quando determinam a liquidação do empréstimo e parciais quando envolvem o pagamento de uma parte do montante em dívida.

No gráfico C2.2 apresenta-se a decomposição do montante total de reembolsos de empréstimos para habitação entre setembro de 2009 e setembro de 2017.¹³ No período mais recente, os reembolsos previstos no contrato representam cerca de 40% do total de reembolsos, o que compara com cerca de 50% no caso dos reembolsos totais antecipados e de 10% no caso dos reembolsos parciais antecipados. Refletindo a evolução do saldo e das taxas de juro de empréstimos à habitação, os reembolsos previstos no contrato aumentaram até meados de 2013 e reduziram-se ligeiramente no período posterior. Em contraste, os reembolsos totais antecipados reduziram-se até meados de 2014 e aumentaram significativamente nos anos seguintes, registando valores máximos em 2017. Este tipo de reembolsos, que são determinados por decisões dos indivíduos e portanto particularmente sensíveis à situação financeira dos mesmos, tem sido o responsável pelo aumento do montante total de reembolsos registado nos últimos anos.

Gráfico C2.2 • Decomposição do montante mensal de reembolsos dos empréstimos para habitação | Mediana de 6 meses, em milhões de euros



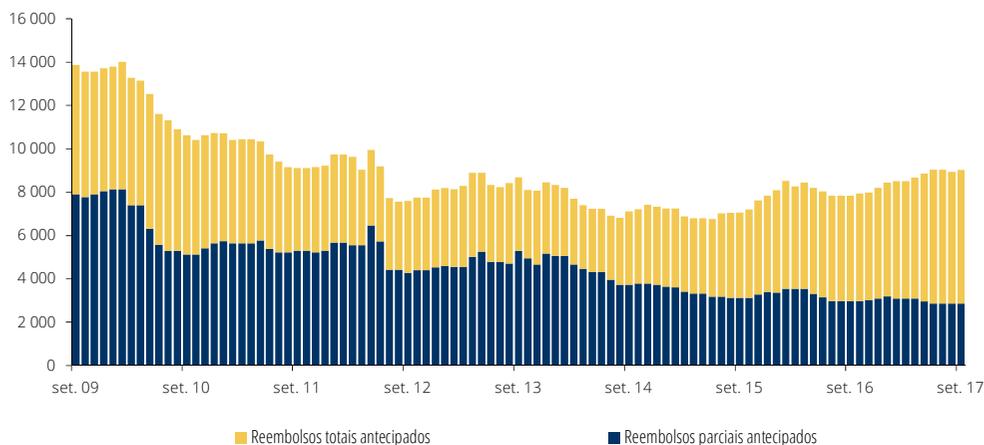
Fonte: Banco de Portugal.

A evolução do montante dos reembolsos antecipados foi acompanhada por uma alteração idêntica em termos do seu número (Gráfico C2.3). Entre o final de 2009 e o final de 2014, o número de reembolsos antecipados registou uma tendência de redução, visível tanto nos reembolsos parciais como nos totais. A partir de 2015, o número de reembolsos parciais continuou a reduzir-se ligeiramente, enquanto o número de reembolsos totais aumentou de forma considerável, passando a ser superior ao dos parciais.

12. Nesta caixa assumiu-se que existe um reembolso antecipado quando o valor reembolsado é superior a doze vezes o valor da prestação mensal e um reembolso previsto no contrato quando o valor reembolsado tem uma magnitude inferior. Este critério, ao não considerar a existência de reembolsos antecipados com uma magnitude inferior pode originar alguma subestimação dos mesmos, mas permite concentrar a análise em reembolsos antecipados com uma magnitude significativa.

13. Na análise considerou-se a mediana de 6 meses para eliminar a influência de valores extremos decorrentes da utilização de dados microeconómicos.

Gráfico C2.3 • Decomposição do número mensal de reembolsos antecipados dos empréstimos para habitação | Mediana de 6 meses, em unidades



Fonte: Banco de Portugal.

Os dados da CRC permitem analisar em que medida os reembolsos totais antecipados são efetuados por devedores que contraem um novo crédito à habitação. Esta é uma situação comum em casos de troca de banco ou de casa, em que se observa frequentemente o reembolso total do crédito à habitação existente e a celebração de um novo contrato de crédito. O gráfico C2.4 inclui a decomposição do montante de reembolsos totais antecipados naqueles que foram efetuados por devedores que contraíram um novo empréstimo para habitação no mês do reembolso ou nos seis meses seguintes, e nos restantes. De acordo com estes dados, a maior parte do montante dos reembolsos totais antecipados deve-se a devedores que não contraem um novo empréstimo à habitação, sugerindo que a troca de casa ou de banco tem um contributo reduzido para o dinamismo observado nos reembolsos do crédito à habitação. Adicionalmente, o peso do montante de reembolsos totais antecipados de devedores que contraem um novo empréstimo é significativamente menor do que no período anterior à crise financeira.¹⁴

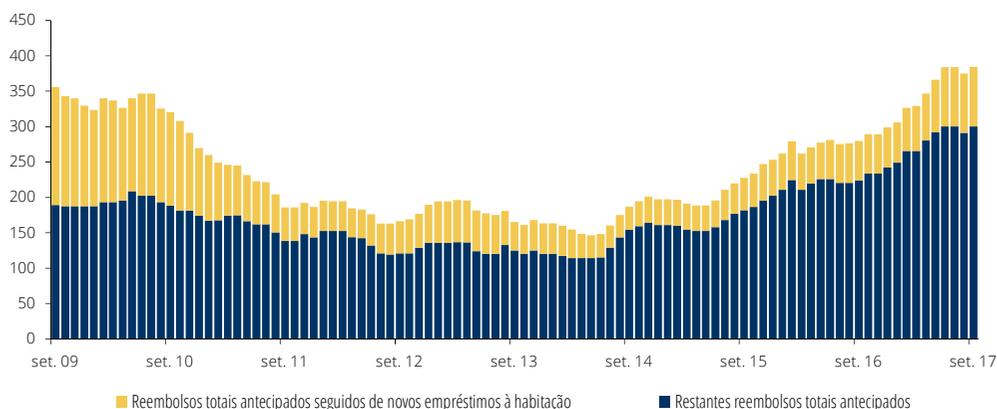
O aumento dos reembolsos antecipados no crédito à habitação nos últimos anos pode estar relacionado com o aumento do diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos e dos depósitos e com o facto das taxas de juro dos depósitos se situarem em valores próximos de zero.¹⁵ Num contexto de aumento muito significativo dos preços da habitação, estes reembolsos totais antecipados podem estar ainda associados à venda de imóveis sem envolver a contratação de novos empréstimos para compra de habitação por parte destes devedores. De facto, os dados relativos às transações de imóveis sugerem que o peso das vendas de imóveis usados no total de transações de imóveis aumentou consideravelmente desde 2009.¹⁶

14. A análise efetuada em termos de número de reembolsos leva a conclusões iguais àquelas que se obtêm com o montante de reembolsos.

15. Ver caixa "Reembolsos antecipados no crédito à habitação em 2015", *Boletim Económico*, outubro de 2016, Banco de Portugal.

16. De acordo com os dados relativos a vendas de imóveis publicados pelo INE em conjunto com o Índice de Preços da Habitação, o peso do número e do valor das vendas de imóveis usados no total das vendas de imóveis, situava-se, respetivamente, em 63% e 52% no primeiro trimestre de 2009, tendo aumentado para, respetivamente, 85% e 81%, no terceiro trimestre de 2017.

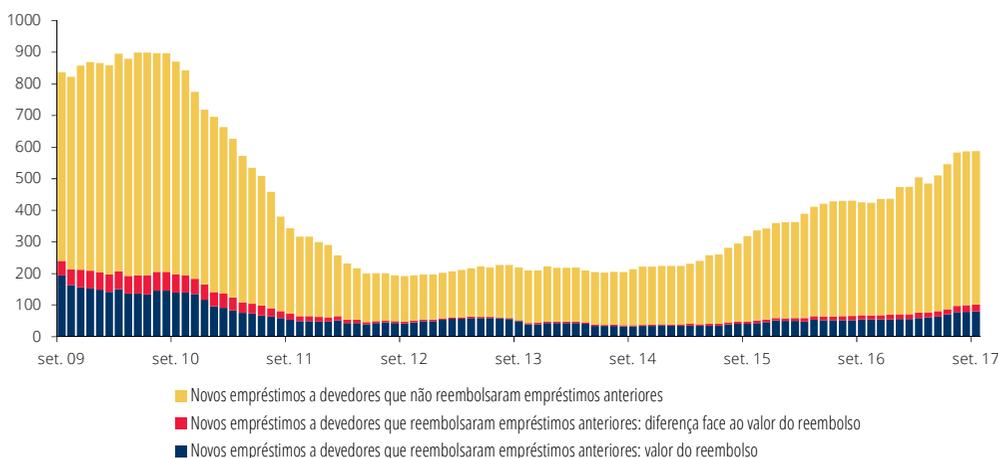
Gráfico C2.4 • Decomposição do montante mensal de reembolsos totais antecipados de empréstimos para habitação | Mediana de 6 meses, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

O cruzamento dos dados dos reembolsos com os dados dos novos empréstimos à habitação é igualmente importante para compreender em que medida o aumento dos novos empréstimos à habitação que se vem a observar desde finais de 2014 se está a traduzir em “crédito novo” ou em crédito utilizado para reembolsar empréstimos à habitação anteriores. No caso dos devedores que reembolsaram antecipadamente um empréstimo e contraíram um novo, o acréscimo efetivo de dívida é reduzido (Gráfico C2.5). No entanto, a maior parte do montante de novos empréstimos é concedido a devedores que não efetuaram reembolsos totais antecipados de empréstimos à habitação nos seis meses anteriores. Assim, a maior parte dos novos empréstimos para habitação deverá estar a contribuir para um acréscimo significativo dos montantes de dívida na posse dos indivíduos que os contratam.

Gráfico C2.5 • Decomposição do montante mensal de novos empréstimos para habitação | Mediana de 6 meses, em milhões de euros

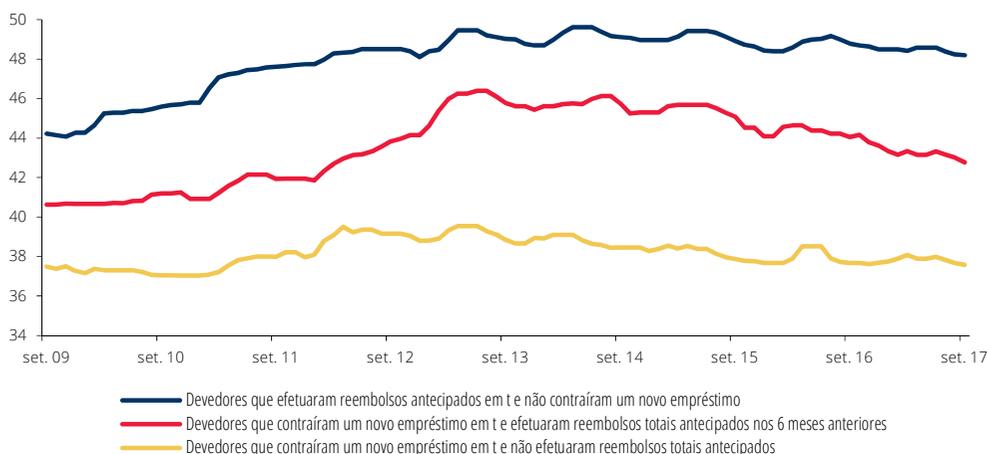


Fonte: Banco de Portugal.

Por fim, no gráfico C2.6 analisa-se o perfil de idades dos devedores que efetuaram reembolsos totais antecipados ou contraíram novos empréstimos. Para estes devedores verifica-se um aumento da idade média até meados de 2013 e uma redução no período posterior. Os devedores que efetuam

reembolsos antecipados e não contraem um novo empréstimo são mais velhos do que os que contraem um novo empréstimo. Por sua vez, de entre os que contraem um novo empréstimo, os que efetuam reembolsos antecipados são mais velhos. Para este perfil de idades deverá contribuir o facto da compra da primeira habitação ser em geral efetuada em escalões etários relativamente jovens, assim como o facto do rendimento e da riqueza dos indivíduos aumentarem durante a vida ativa. A idade típica por quintil de rendimento e de dívida obtida a partir do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF) de 2013 (Caixa 4) aponta para que os devedores que efetuam reembolsos antecipados tenham rácios de dívida face ao rendimento relativamente reduzidos. De facto, os devedores com idades tipicamente mais elevadas são aqueles que detêm montantes de dívida mais reduzidos.

Gráfico C2.6 • Idade dos devedores que efetuam reembolsos totais antecipados e/ou que contraem novos empréstimos para habitação | Mediana de 6 meses da idade média



Fonte: Banco de Portugal.

Em conclusão, esta caixa sugere que o dinamismo observado nos reembolsos de empréstimos à habitação registado nos últimos anos está associado ao aumento dos reembolsos totais antecipados por parte de particulares que não contraíram um novo crédito à habitação nos meses seguintes. Este resultado sugere que a troca de casa ou de banco não é o principal determinante do crescimento dos reembolsos totais antecipados. Isto não significa que o crescimento do preço dos imóveis e o aumento dos reembolsos de empréstimos para habitação não estejam positivamente correlacionados. De facto, os reembolsos totais podem estar associados a vendas de imóveis que não envolvam a troca de habitação, num contexto de aumento significativo dos preços da habitação. Adicionalmente, o aumento dos reembolsos do crédito à habitação pode estar associado ao aumento do diferencial entre a taxa de juro do crédito à habitação e dos depósitos, num contexto de baixo nível das taxas de juro dos depósitos dos particulares.

Os resultados obtidos sugerem ainda que a relativa estabilidade dos saldos agregados da dívida para compra de habitação esconde uma elevada heterogeneidade em termos da evolução da dívida por devedor. Com efeito, na maioria dos casos os devedores que contraem novos empréstimos à habitação e os devedores que efetuam reembolsos significativos deste tipo de crédito não coincidem, sendo os primeiros em média ligeiramente mais jovens. Assim, verifica-se em simultâneo uma redução significativa do montante de dívida na posse de alguns particulares e um aumento significativo do montante de dívida na posse de outros. Os devedores que efetuaram reembolsos totais antecipados deverão ter rácios de endividamento relativamente baixos, uma vez que são em média mais velhos do que os restantes.

Caixa 3 • Empréstimos para consumo concedidos por instituições de crédito residentes: uma análise sobre a dinâmica da presença no mercado

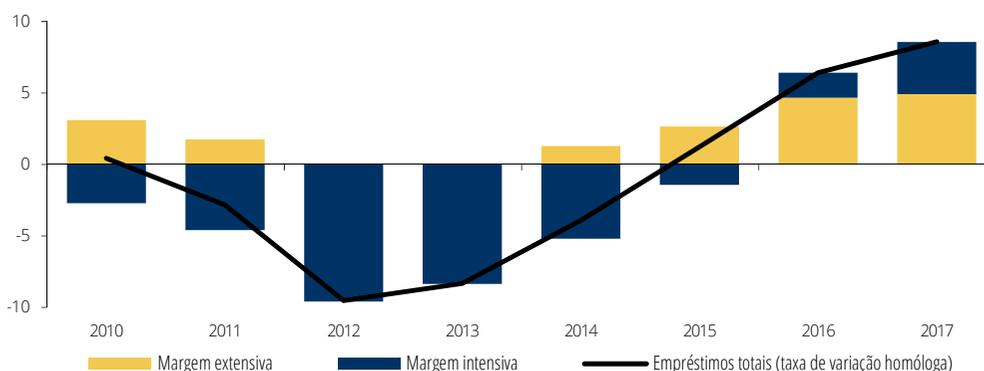
Depois de alguns anos de taxas de crescimento muito baixas, assistiu-se desde 2015 a uma recuperação bastante expressiva do *stock* de empréstimos ao consumo concedidos a particulares por instituições de crédito residentes. Esta caixa explora duas dimensões da evolução do crédito – a dinâmica da presença no mercado e as relações com as instituições de crédito – que têm implicações diferenciadas em termos de acesso a financiamento e de alterações do grau de endividamento.

Os empréstimos totais ao consumo podem variar em resultado de alterações no montante de empréstimos dos indivíduos que no período anterior já tinham relações de crédito ao consumo com alguma instituição financeira (margem intensiva), ou por via da criação e destruição de relações de crédito (margem extensiva).

Nesta análise utiliza-se a informação disponível na Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal¹⁷ (CRC) entre 2009 e 2017. Consideram-se os saldos dos empréstimos dos indivíduos com crédito em situação regular, crédito vencido ou crédito renegociado.¹⁸ Para o total de empréstimos ao consumo agregam-se três produtos: cartão de crédito, crédito ao consumo e crédito automóvel.¹⁹ A saída de um indivíduo do mercado de crédito ao consumo no ano *t* é definida pela sua ausência na CRC desse ano. A entrada de um indivíduo é identificada pelo primeiro ano de reporte à CRC com crédito ao consumo ou pelo ano em que reaparece após ter saído.

O gráfico C3.1 apresenta a variação dos empréstimos totais ao consumo concedidos por instituições de crédito residentes e os contributos da margem intensiva e da margem extensiva para essa variação. Em cada ano, a margem extensiva é calculada como a diferença entre os saldos de empréstimos dos indivíduos que entram e os saldos daqueles que saem do mercado de crédito nesse ano.²⁰ A margem intensiva é dada pela diferença dos saldos em dois anos consecutivos dos indivíduos que permanecem no mercado.

Gráfico C3.1 • Contributo da margem intensiva e margem extensiva para a taxa de variação homóloga dos empréstimos ao consumo | Em percentagem e em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As taxas de variação homólogas são calculadas com base na média dos saldos mensais nos últimos três meses do ano.

17. A CRC abrange os empréstimos concedidos pelas instituições de crédito residentes (bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuo, instituições financeiras de crédito, sociedades de locação financeira, sociedades de *factoring*, sociedades de titularização de créditos, sociedades de garantia mútua e outras entidades que concedam crédito designadas pelo Banco de Portugal).

18. Excluindo crédito potencial e crédito abatido ao ativo.

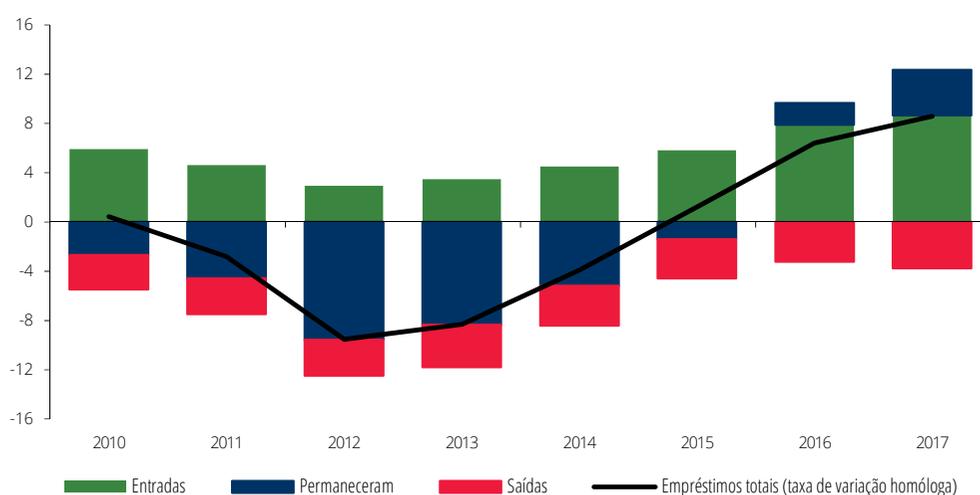
19. Qualquer outro produto é designado por outras categorias de crédito.

20. Note-se que a saída de um indivíduo do mercado de financiamento não implica necessariamente que os seus montantes de crédito tenham sido amortizados ou reconhecidos como uma perda por imparidade. Uma saída do mercado pode ser explicada pela venda de carteiras de crédito ao resto do mundo ou a outras instituições nacionais que não reportam à CRC, bem como por algumas cessões de créditos para titularização.

Nos anos de 2011 a 2014 a taxa de variação homóloga negativa dos empréstimos ao consumo é sobretudo determinada pela evolução da margem intensiva, ou seja, por uma redução dos empréstimos aos indivíduos que já tinham acesso a crédito. De notar que a margem extensiva nunca é negativa (embora próxima de zero em 2012 e 2013), ou seja, a contribuição dos novos devedores de crédito ao consumo (entradas) compensou a contribuição das amortizações totais e reconhecimentos de perdas²¹ (saídas) em todos os períodos analisados.

Entre 2015 e 2017, a margem extensiva apresentou um contributo crescente e superior ao da margem intensiva. O gráfico C3.2 apresenta separadamente os contributos das entradas e das saídas para a variação dos empréstimos ao consumo. Sendo o contributo das saídas relativamente constante no período em análise, é o contributo das entradas que dita a evolução da margem extensiva.

Gráfico C3.2 • Empréstimos ao consumo por dinâmica de presença no mercado
| Em percentagem e em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As taxas de variação homólogas são calculadas com base na média dos saldos mensais nos últimos três meses do ano.

Nos anos de 2016 e 2017 o contributo positivo da margem intensiva sugere um maior endividamento dos indivíduos que permaneceram no mercado de crédito.

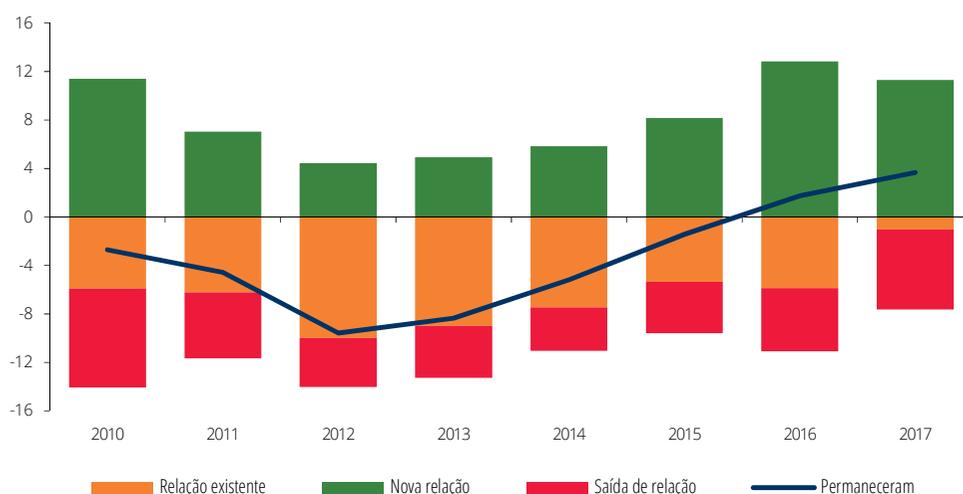
Para compreender melhor esta alteração na contribuição da margem intensiva, o gráfico C3.3 apresenta a contribuição para a margem intensiva dos empréstimos ao consumo por dinâmica de relação. Uma vez que um indivíduo pode estabelecer relação com mais do que uma instituição financeira, é possível distinguir o contributo para a margem intensiva decorrente das novas relações, das relações já existentes e da extinção de relações. O gráfico revela que a contribuição das relações existentes é sempre negativa, pelo que o valor positivo da margem intensiva em 2016 e 2017 é justificado por indivíduos que, já tendo crédito ao consumo, estabelecem uma nova relação para obter mais crédito. Este resultado sugere um maior dinamismo no mercado no período recente.

Focando agora a análise nas entradas, o gráfico C3.4 distingue o contributo de indivíduos que não tinham qualquer presença no mercado de crédito e o contributo daqueles que já tinham

21. E possíveis vendas de carteiras de crédito a instituições que não reportam à CRC.

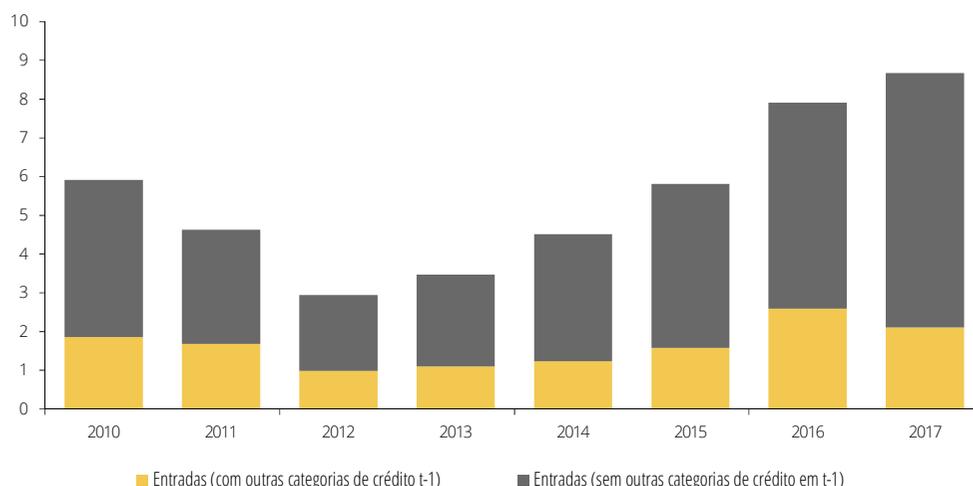
outros produtos (por exemplo, crédito à habitação).²² Observa-se que os indivíduos não endividados são os que mais contribuem para o total das entradas, representando sempre mais de dois terços do total para todo o período em análise. Por sua vez, o contributo daqueles que já tinham outras categorias de crédito no período anterior pode ser desagregado de acordo com a dinâmica de criação de relações, distinguindo os contributos de relações indivíduo/instituição de crédito já existentes dos contributos de novas relações (Gráfico C3.5). Os resultados indicam que o contributo dos indivíduos que já tinham outras categorias de crédito foi determinado pelas novas relações estabelecidas com outras instituições.

Gráfico C3.3 • Margem intensiva dos empréstimos ao consumo por dinâmica de relação
| Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As taxas de variação homólogas são calculadas com base na média dos saldos mensais nos últimos três meses do ano.

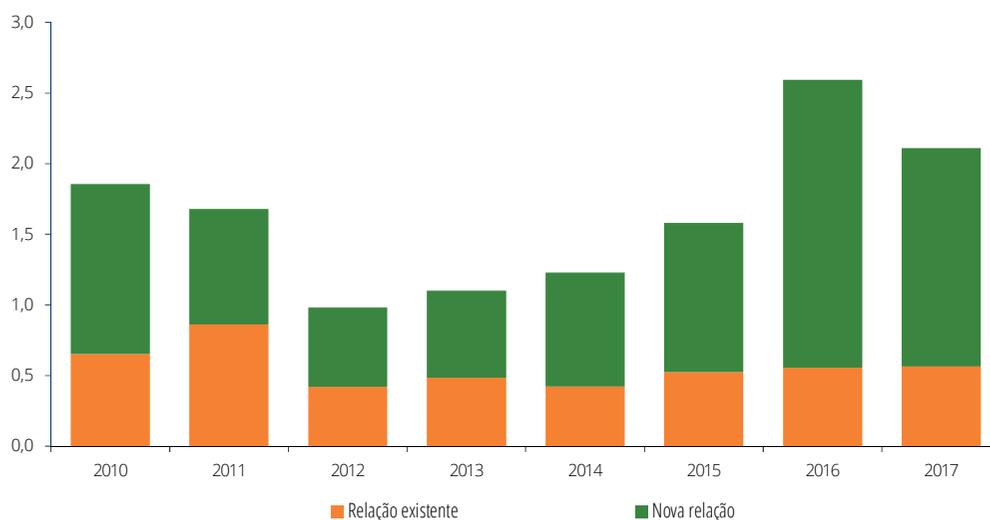
Gráfico C3.4 • Entradas no crédito ao consumo: contributos de devedores com e sem outras categorias de crédito
| Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As taxas de variação homólogas são calculadas com base na média dos saldos mensais nos últimos três meses do ano.

22. Crédito à habitação, crédito em conta corrente, descobertos em depósitos à ordem, entre outros.

Gráfico C3.5 • Entradas no crédito ao consumo: contributos de devedores com outras categorias de crédito por dinâmica de relação | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: As taxas de variação homólogas são calculadas com base na média dos saldos mensais nos últimos três meses do ano.

Em 2016 e 2017 o crescimento do crédito ao consumo foi essencialmente determinado pelos novos devedores neste mercado, destacando-se o contributo daqueles que não tinham outras dívidas. A evolução recente do crédito ao consumo reflete deste modo um substancial dinamismo neste mercado, através da captação de novos clientes sem presença anterior no mercado e da transição de clientes entre instituições.

Caixa 4 • Distribuição da dívida e do rendimento das famílias portuguesas

Esta caixa analisa a relação entre a distribuição da dívida e a distribuição do rendimento das famílias portuguesas, com base nos dados do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF) de 2013.²³ Embora estes dados não reflitam os desenvolvimentos mais recentes, as conclusões apresentadas dizem respeito a aspetos de natureza estrutural que se espera continuem a caracterizar a relação entre dívida e rendimento.

No conjunto das famílias, a dívida tem uma distribuição mais concentrada do que o rendimento (índices de Gini de 78 e 44, respetivamente).^{24,25} Esta situação deve-se em grande parte ao facto de 54% das famílias portuguesas não terem dívida. Quando se restringe a análise ao grupo de famílias endividadas, a concentração da dívida reduz-se significativamente, embora continue a ser superior à do rendimento (índices de Gini de 53 e 38, respetivamente). Note-se também que a concentração da distribuição do rendimento diminui quando se consideram apenas as famílias com dívida.

As famílias com dívida (46% do número total de famílias) têm um nível de rendimento médio superior às restantes e auferem em termos agregados 57% do rendimento total das famílias. Esta situação reflete o facto de o número de famílias endividadas aumentar com o nível de rendimento. Enquanto no primeiro quintil de rendimento cerca de 20% das famílias têm dívida, no último quintil a percentagem de famílias endividadas é de cerca de 70%.²⁶

Com o objetivo de efetuar uma análise mais detalhada da relação entre dívida e rendimento, o quadro C4.1 inclui um conjunto de indicadores para as famílias com dívida, agrupadas nas diferentes combinações de quintis de dívida e de rendimento.²⁷

O quadro C4.1-painel a inclui a distribuição das famílias com dívida. Em linha com o referido anteriormente, a maior parte das famílias com dívida situam-se nos quintis mais elevados de rendimento (mais de 50% situam-se nos dois últimos quintis e cerca de 30% no último quintil) (coluna da direita do painel a)). Estes dados ilustram que embora exista uma correlação positiva entre os montantes de dívida e de rendimento por família, esta não é perfeita, uma vez que existem famílias com dívida em todas as combinações de quintis de dívida e de rendimento. A relação positiva entre as duas variáveis é mais clara nos extremos das distribuições e, em especial, no extremo superior. De facto, as famílias com níveis de rendimento elevado estão mais concentradas no último quintil de dívida e são o grupo de rendimento com maior peso nesta classe de dívida. Por sua vez, as famílias com níveis de rendimento mais baixos estão mais concentradas nos quintis de dívida inferiores.

O facto de a dívida e o rendimento apresentarem uma correlação positiva não muito acentuada faz com que exista uma dispersão significativa do rácio da dívida face ao rendimento entre

23. O ISFF corresponde à versão portuguesa do Household Finance and Consumption Survey (HFCS), promovido pelo Eurosistema. Em Portugal, a realização do inquérito é da responsabilidade do Banco de Portugal e do Instituto Nacional de Estatística (INE). Até ao momento existiram três edições deste inquérito (2010, 2013 e 2017), estando previsto que a divulgação dos dados da edição de 2017 ocorra em 2019.

24. O rendimento é medido em termos brutos (i.e., antes do pagamento de impostos e das contribuições obrigatórias dos trabalhadores para os regimes de proteção social) e inclui todos os tipos de rendimento recebidos pelos membros da família (nomeadamente, rendimentos do trabalho, pensões, prestações regulares provenientes do setor público, transferências privadas regulares e rendimento de ativos). A dívida engloba os montantes em dívida de empréstimos que tenham como garantia imóveis dos quais as famílias são proprietárias, de empréstimos não garantidos por imóveis, assim como dívidas associadas a descobertos bancários, linhas de crédito ou a cartões de crédito sobre os quais sejam cobrados juros.

25. O índice de Gini mede a concentração da distribuição de uma determinada variável, variando entre zero, no caso de concentração mínima (por exemplo, quando todas as famílias têm o mesmo rendimento) e 100, no caso de concentração máxima (por exemplo, quando todo o rendimento está na posse de uma família).

26. Para uma análise das características das famílias endividadas com base no ISFF de 2013 ver Costa, S. (2016) "Situação financeira das famílias em Portugal: uma análise com base nos dados do ISFF 2013", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 4, outubro de 2016.

27. Os quintis de uma população, de acordo com um determinado atributo, são os cinco grupos de 20% dos elementos da população, obtidos ordenando a população por ordem crescente do atributo. Assim, o primeiro quintil do rendimento de uma população de famílias é o conjunto dos 20% de famílias com menor rendimento e assim sucessivamente.

famílias (Quadro C4.1-painel b)). Como seria de esperar, os rácios de endividamento aumentam com os quintis de dívida e atingem níveis especialmente elevados nas famílias que além de terem montantes de dívida elevados têm rendimento reduzido. Estas famílias representam contudo uma percentagem muito pequena das famílias com dívida. De entre os grupos de famílias com maior expressão no conjunto das famílias endividadas, aqueles que apresentam rácios de endividamento mais elevados são os que se situam em níveis médios ou altos de dívida e de rendimento. É igualmente interessante observar que os rácios de endividamento apresentam uma tendência de crescimento ao longo da diagonal do quadro (a qual engloba em geral grupos com uma representatividade acima da média), o que sugere que, nas famílias com níveis de rendimento e dívida intermédios ou elevados, o rácio de endividamento é tipicamente superior ao das famílias com níveis de dívida e rendimento reduzidos.

Este comportamento dos rácios de endividamento parece estar relacionado com o tipo de dívida detida pelas famílias. Com efeito, a percentagem de famílias que não tem qualquer dívida garantida por imóveis reduz-se ao longo da diagonal (Quadro C4.1-painel c)), o que ilustra que os rácios de endividamento mais elevados estão tipicamente associados à existência de garantias reais. A percentagem de famílias que não detêm dívida hipotecária é dominante no primeiro quintil de dívida, mas reduz-se muito acentuadamente quando os níveis de dívida aumentam. Esta redução é particularmente significativa no quintil mais baixo de rendimento, sugerindo que níveis de dívida elevados em famílias de rendimento reduzido têm na maioria dos casos garantias de imóveis.

Por fim, o quadro C4.1-painel d) inclui, para cada grupo de famílias, a mediana da idade do indivíduo de referência.²⁸ Os níveis de dívida mais elevados estão tipicamente associados a famílias com indivíduos mais novos, o que reflete o facto de os empréstimos para aquisição de habitação serem na maioria dos casos contraídos nas classes etárias mais jovens. Por quintis de rendimento, as idades apresentam uma dispersão bastante reduzida. Quando se compara este perfil de idades das famílias com dívida, com o mesmo para o conjunto de todas as famílias, conclui-se que, embora em todos os quintis de rendimento as famílias com dívida sejam tipicamente mais jovens do que as que não têm dívida, a diferença é particularmente acentuada nos quintis de rendimento inferiores (Gráfico C4.1).

Em resumo, as famílias com dívida têm tipicamente um nível de rendimento superior ao das restantes famílias da população. Em termos de montantes, a relação entre a dívida e o rendimento por família, é positiva mas não muito acentuada. Esta situação traduz-se numa dispersão significativa dos rácios da dívida face ao rendimento. Os rácios de endividamento mais elevados observam-se em famílias de rendimento reduzido e que têm montantes de dívida intermédios ou elevados. Estas famílias representam uma percentagem muito reduzida das famílias com dívida. De entre os grupos de famílias com uma maior expressão no conjunto de famílias endividadas, os rácios de endividamento são tipicamente superiores quando os níveis de rendimento e de dívida são ambos relativamente elevados. As famílias com maiores rácios de endividamento têm dívida garantida por imóveis e são mais jovens do que as restantes famílias endividadas. Em geral, as famílias com dívida são mais jovens do que as famílias com o mesmo nível de rendimento na população, sendo a diferença de idades particularmente acentuada nos níveis de rendimento mais baixos.

28. Para a definição do indivíduo de referência ver Costa, S. (2016) "Situação financeira das famílias em Portugal: uma análise com base nos dados do ISFF 2013", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 4, outubro de 2016.

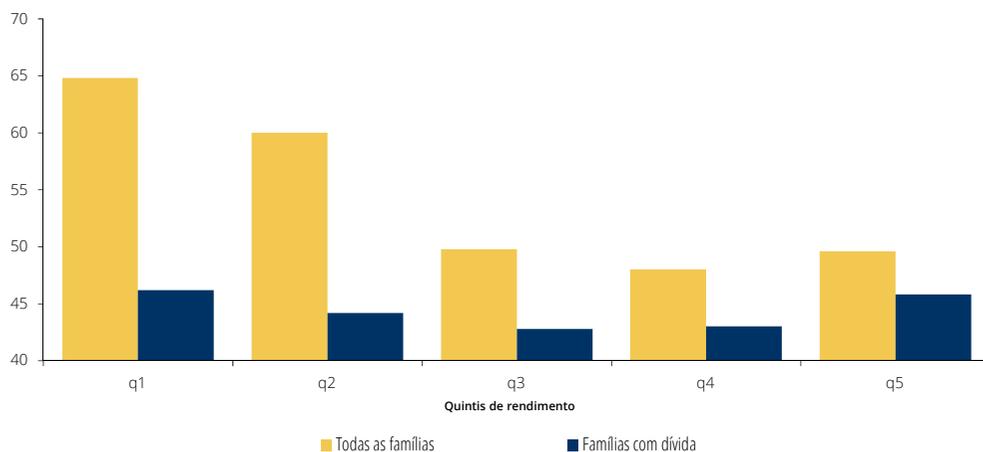
Quadro C4.1 • Famílias com dívida por quintis de dívida e de rendimento

| Painel a) – Percentagem de famílias no total | | | | | | | Painel b) – Dívida/rendimento (mediana) | | | | | | |
|--|-------------------|----|----|----|----|-----|---|-------------------|-----|-----|------|------|-----|
| Quintis de rendimento | Quintis de dívida | | | | | | Quintis de rendimento | Quintis de dívida | | | | | |
| | q1 | q2 | q3 | q4 | q5 | | | q1 | q2 | q3 | q4 | q5 | |
| q1 | 4 | 2 | 2 | 1 | 1 | 9 | q1 | 0,2 | 3,0 | 7,4 | 13,1 | 32,4 | 2,2 |
| q2 | 5 | 4 | 2 | 2 | 1 | 13 | q2 | 0,2 | 1,3 | 4,5 | 7,5 | 12,3 | 1,3 |
| q3 | 4 | 5 | 5 | 5 | 3 | 22 | q3 | 0,1 | 1,1 | 3,2 | 5,2 | 8,3 | 2,9 |
| q4 | 4 | 5 | 5 | 6 | 5 | 26 | q4 | 0,1 | 0,8 | 2,0 | 3,4 | 5,2 | 2,3 |
| q5 | 2 | 5 | 6 | 7 | 11 | 30 | q5 | 0,1 | 0,4 | 1,1 | 2,0 | 3,4 | 1,7 |
| | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 100 | | 0,1 | 0,9 | 2,3 | 3,4 | 4,5 | 2,0 |

| Painel c) – Percentagem de famílias que têm apenas dívida não hipotecária em cada célula | | | | | | | Painel d) – Idade do indivíduo de referência (mediana) | | | | | | |
|--|-------------------|----|----|----|----|----|--|-------------------|----|----|----|----|----|
| Quintis de rendimento | Quintis de dívida | | | | | | Quintis de rendimento | Quintis de dívida | | | | | |
| | q1 | q2 | q3 | q4 | q5 | | | q1 | q2 | q3 | q4 | q5 | |
| q1 | 94 | 11 | 4 | 0 | 0 | 46 | q1 | 48 | 51 | 45 | 40 | 33 | 46 |
| q2 | 85 | 40 | 4 | 1 | 8 | 44 | q2 | 47 | 52 | 40 | 35 | 41 | 44 |
| q3 | 83 | 33 | 3 | 1 | 0 | 24 | q3 | 54 | 51 | 43 | 38 | 36 | 43 |
| q4 | 83 | 28 | 5 | 2 | 1 | 21 | q4 | 49 | 49 | 43 | 39 | 39 | 43 |
| q5 | 71 | 27 | 6 | 2 | 1 | 11 | q5 | 53 | 53 | 48 | 44 | 41 | 46 |
| | 84 | 30 | 5 | 2 | 1 | 24 | | 50 | 52 | 44 | 39 | 40 | 44 |

Fonte: ISFF 2013. | Nota: Quintis de dívida obtidos apenas com famílias com dívida e quintis de rendimento obtidos com todas as famílias.

Gráfico C4.1 • Idade do indivíduo de referência por quintis de rendimento | Mediana



Fonte: ISFF 2013. | Nota: Quintis de rendimento obtidos com todas as famílias.

4 Política e situação orçamental

Diminuição do défice das administrações públicas excluindo o efeito da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos

Em 2017, o défice das administrações públicas ascendeu a 3,0% do PIB, tendo aumentado 1,0 pp relativamente ao observado no ano anterior (Quadro I.4.1). Esta evolução foi influenciada de forma muito significativa pela injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos (CGD), realizada no primeiro trimestre do ano, cujo impacto se cifrou em 2,0% do PIB. Excluindo o efeito total de medidas temporárias²⁹, o défice situou-se em 1,0% do PIB, diminuindo 1,5 pp do PIB face ao ano anterior.

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

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | Varição 2017-2016 ^(a) |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------------------|
| Saldo total (1) | -5,7 | -4,8 | -7,2 | -4,4 | -2,0 | -3,0 | -1,0 |
| Medidas temporárias (2) | 0,0 | 0,3 | -3,6 | -1,4 | 0,4 | -2,0 | -2,4 |
| Saldo total excluindo medidas temporárias (3) = (1) - (2) | -5,6 | -5,2 | -3,6 | -3,0 | -2,4 | -1,0 | 1,5 |
| Componente cíclica (4) | -1,7 | -2,4 | -1,6 | -0,8 | -0,3 | 0,3 | 0,6 |
| Saldo estrutural (a) (5) = (3) - (4) | -3,9 | -2,8 | -2,0 | -2,2 | -2,1 | -1,3 | 0,8 |
| Despesa em juros (6) | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,6 | 4,2 | 3,9 | -0,3 |
| Saldo primário estrutural (7) = (5) + (6) | 1,0 | 2,1 | 2,9 | 2,3 | 2,1 | 2,6 | 0,5 |
| Receita estrutural (em percentagem do PIB tendencial) (a) | 43,1 | 44,9 | 44,9 | 43,9 | 42,4 | 42,7 | 0,3 |
| Despesa primária estrutural (em percentagem do PIB tendencial) (a) | 42,1 | 42,9 | 42,1 | 41,7 | 40,4 | 40,1 | -0,3 |
| Dívida pública | 126,2 | 129,0 | 130,6 | 128,8 | 129,9 | 125,7 | -4,2 |
| Varição da dívida pública (em pp) | 14,8 | 2,8 | 1,6 | -1,8 | 1,1 | -4,2 | -5,3 |
| (-) saldo primário | 0,8 | 0,0 | 2,3 | -0,2 | -2,2 | -0,9 | 1,3 |
| Diferencial entre efeitos dos juros e do crescimento do PIB | 10,0 | 3,5 | 2,8 | -0,3 | 0,2 | -1,2 | -1,4 |
| Ajustamentos défice-dívida | 4,0 | -0,6 | -3,5 | -1,4 | 3,1 | -2,1 | -5,1 |

Fontes: Banco de Portugal e INE. | 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 as metodologias utilizadas no Eurosistema. Para mais detalhes, ver Braz, C. (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma atualização", *Boletim Económico de Inverno* do Banco de Portugal.

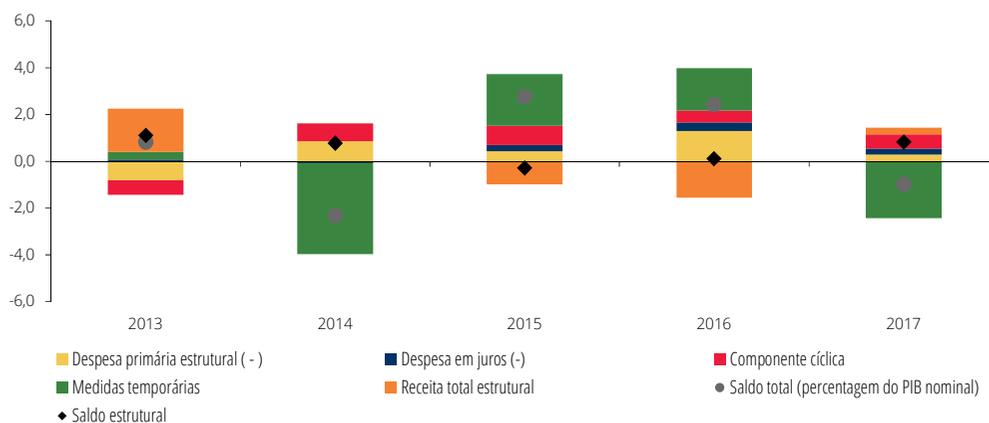
A diminuição do défice das administrações públicas corrigido de medidas temporárias decorreu de uma melhoria do saldo primário estrutural (0,5 pp do PIB), de um contributo positivo da evolução da atividade económica (0,6 pp do PIB), bem como da redução das despesas com juros da dívida pública (0,3 pp do PIB) – quadro I.4.1 e gráfico I.4.1. Em termos estruturais³⁰, ou seja,

29. De acordo com a definição adotada no âmbito do Eurosistema, consideram-se medidas temporárias com impacto no saldo orçamental de 2017 o efeito da injeção de capital na CGD (-2,0% do PIB) e a receita associada à recuperação parcial de uma garantia concedida pelo Estado ao Banco Privado Português (0,04% do PIB). Em 2016, o efeito de medidas temporárias diz respeito à receita com os pagamentos integrais efetuados no âmbito do Programa Especial de Redução do Endividamento ao Estado (PERES) e com o registo da devolução pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira de montantes pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. No seu conjunto, estas medidas deram um contributo de 0,4 pp do PIB para a redução do défice das administrações públicas de 2016.

30. Os valores estruturais (ajustados do ciclo e de medidas temporárias) são apurados de acordo com a metodologia adotada no contexto do Eurosistema. Em termos de ajustamento cíclico, cada uma das rubricas da receita e da despesa que se assume ser afetada pelo ciclo económico é ajustada através da aplicação de uma elasticidade constante ao desvio entre a respetiva base macroeconómica, definida em termos reais, e a sua tendência. Para mais detalhes, ver Braz, C. (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma atualização", *Boletim Económico de Inverno* do Banco de Portugal.

corrigindo o impacto do ciclo económico e das medidas temporárias, o défice situou-se em 1,3% do PIB, diminuindo 0,8 pp face a 2016.³¹ Por seu turno, o excedente primário estrutural ascendeu a 2,6% do PIB, após 2,1% em 2016.

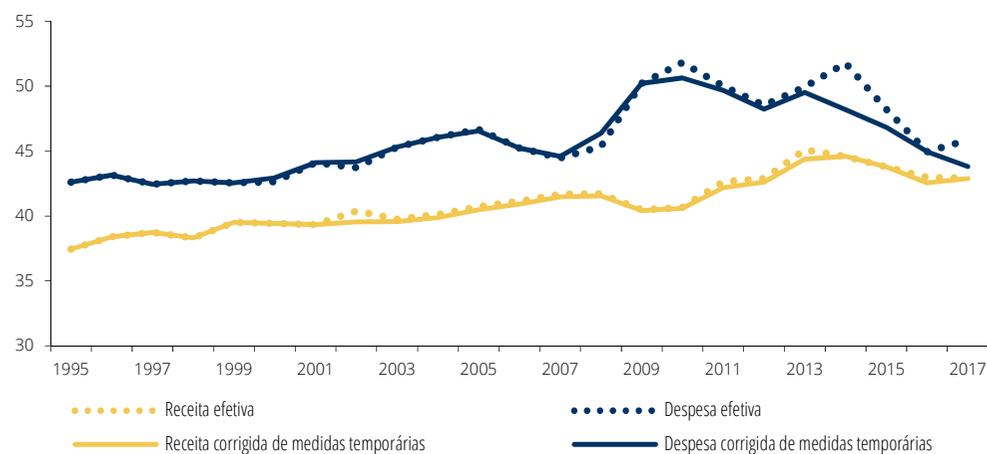
Gráfico I.4.1 • Decomposição da variação do saldo orçamental das administrações públicas
| Em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Em 2017, a receita total situou-se em 42,9% do PIB, enquanto a despesa total das administrações públicas ascendeu a 45,9% (43,8% excluindo o impacto da recapitalização da CGD – Gráfico I.4.2). Em termos estruturais, observou-se um aumento da receita e uma redução da despesa primária em rácio do PIB nominal tendencial.³²

Gráfico I.4.2 • Evolução da receita e da despesa das administrações públicas | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

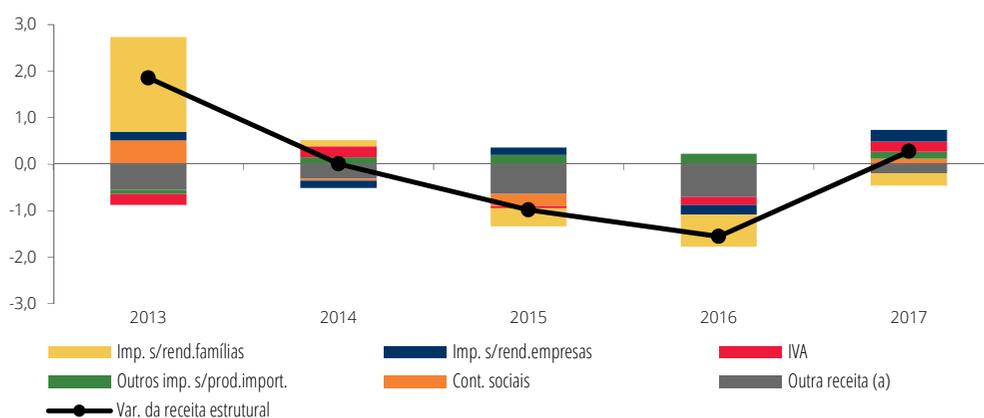
31. Recorde-se que o cumprimento das recomendações expressas pelo Conselho da União Europeia em julho de 2016 exige uma melhoria do saldo estrutural de 0,6 pp do PIB em 2017, no âmbito do processo de convergência para o Objetivo de Médio Prazo de um excedente estrutural de 0,25% do PIB. De acordo com as Previsões da Primavera de 2018 da Comissão Europeia, a melhoria do saldo estrutural cifrou-se em 0,9 pp do PIB potencial em 2017.

32. O PIB nominal tendencial corresponde ao produto entre o PIB real tendencial (estimado através da aplicação do filtro Hodrick-Prescott) e o deflador do PIB. Os valores diferem das estimativas de PIB potencial apurados por diferentes instituições.

· Aumento da receita estrutural decorrente da evolução da receita fiscal e contributiva

Em termos efetivos, a receita fiscal e contributiva aumentou 5,0% em 2017.³³ Esta evolução beneficiou do contributo positivo dos desenvolvimentos macroeconómicos, que mais do que compensou a reversão do efeito da componente temporária do Programa Especial de Redução do Endividamento ao Estado (PERES) arrecadada no final de 2016. Em termos estruturais, a receita fiscal e contributiva cresceu 4,2% em 2017, o que corresponde a um aumento em 0,5 pp quando medida em rácio do PIB tendencial (Gráfico I.4.3). Este aumento é explicado pelo desempenho da coleta dos impostos sobre o rendimento das empresas, do IVA e, em menor medida, de contribuições sociais (Caixa 5). A receita de impostos sobre o rendimento das famílias diminuiu o seu peso no PIB tendencial, em parte em resultado do impacto remanescente da eliminação da sobretaxa em sede de IRS.

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



Fontes: INE e 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".

A receita não fiscal caiu 2,4% em 2017 em termos efetivos, tendo-se registado uma diminuição quer das outras receitas correntes, quer da receita de capital (respetivamente em 2,0 e 7,8%). No primeiro caso, é de destacar a redução dos juros e de outras receitas não especificadas, que mais do que compensou o aumento dos dividendos distribuídos pelo Banco de Portugal ao Estado. No caso da receita de capital, a evolução observada encontra-se influenciada pelo registo em 2016 da devolução de comissões pagas anteriormente ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira (associadas às primeiras tranches recebidas no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira) e, com um impacto menos expressivo, pela receita decorrente da recuperação em 2017 de parte de uma garantia concedida pelo Estado ao Banco Privado Português em 2010. Excluindo estas operações, que correspondem a medidas temporárias de acordo com a definição adotada no Eurosistema, a receita de capital teria registado em 2017 um aumento de 33,8% em consequência do crescimento das transferências de capital provenientes da União Europeia com correspondência em despesa no ano.

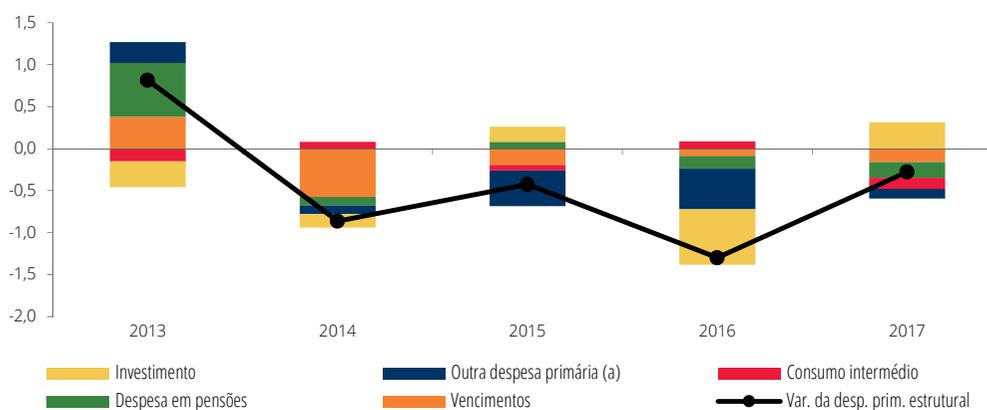
33. A receita fiscal e contributiva inclui, para além da receita de impostos e contribuições sociais efetivas, as contribuições sociais imputadas relativas ao regime dos funcionários públicos que se encontram igualmente registadas do lado da despesa.

Redução da despesa primária estrutural em rácio do PIB tendencial não obstante o crescimento acentuado do investimento público

Em 2017, o crescimento da despesa primária (7,2%) foi muito afetado pela injeção de capital na CGD. Excluindo este impacto, a despesa primária aumentou 2,0%, o que corresponde a uma queda de 0,3 pp do PIB tendencial em termos estruturais (excluindo adicionalmente o efeito do ciclo económico). Esta queda resultou da evolução das principais componentes da despesa corrente que, no seu conjunto, diminuíram 0,7 pp do PIB tendencial (Gráfico I.4.4). A Caixa 6 enquadra esta evolução, analisando o contributo das diferentes áreas de atuação das administrações públicas para explicar a variação da despesa primária desde o início da crise.

A evolução da despesa com prestações sociais em dinheiro contribuiu significativamente para a redução da despesa corrente, tendo diminuído 0,2 pp do PIB tendencial em termos estruturais. A despesa total com pensões teve um crescimento de 1,4%, a que corresponde uma queda em rácio do PIB tendencial. No regime geral, a despesa com pensões aumentou 2,2%, apesar da ligeira queda do número de pensionistas. Com efeito, a pensão média aumentou de forma significativa refletindo o aumento extraordinário das pensões mais baixas a partir de agosto de 2017 e o impacto da aplicação da fórmula de atualização das pensões em função da evolução do PIB e da inflação. No caso da despesa com pensões da responsabilidade da Caixa Geral de Aposentações (CGA), o aumento da pensão média é aproximadamente compensado pela redução do número de aposentados, conduzindo à quase estabilização deste agregado em termos nominais. Os encargos com o pagamento de subsídios de desemprego diminuíram 13,1% em 2017, parcialmente em resultado das melhores condições no mercado de trabalho (Capítulo 5). Corrigindo o impacto favorável do ciclo económico, registou-se uma redução de 6,0% nesta componente da despesa.

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



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

Em 2017 as despesas com pessoal e o consumo intermédio diminuíram no seu conjunto 0,2 pp do PIB tendencial. A despesa com vencimentos cresceu 1,9% refletindo o aumento do número de funcionários públicos (1,0%, em termos médios trimestrais), bem como o efeito remanescente da reversão gradual da redução remuneratória introduzida em 2011. No caso do consumo intermédio, registou-se um crescimento de 0,5% em 2017, o que representa uma desaceleração face

ao verificado no ano anterior (4,2%). Esta evolução foi significativamente influenciada pela redução dos encargos com parcerias público-privadas do setor rodoviário mas, mesmo excluindo o respetivo contributo, verificar-se-ia uma desaceleração. As restantes componentes da despesa corrente primária (subsídios, prestações sociais em espécie e outras despesas correntes) diminuíram no seu conjunto o seu peso no PIB tendencial em 0,3 pp.

A despesa de capital corrigida do efeito temporário associado ao aumento de capital na CGD aumentou 0,4 pp do PIB tendencial, refletindo o crescimento do investimento público. Com efeito, depois de registar uma queda muito significativa em 2016, o investimento público aumentou 24,9% em 2017, sobretudo em resultado da recuperação verificada na Administração Local e Regional (34,0%). As outras despesas de capital corrigidas de medidas temporárias, por seu turno, registaram um aumento de 23,7%. Esta evolução foi essencialmente explicada pela despesa extraordinária relativa à conversão de ativos por impostos diferidos (na sigla inglesa DTA – *Deferred Tax Assets*) e ao apoio financeiro concedido às empresas STCP e CARRIS para acomodar os custos relacionados com contratos *swap*. Estas operações, que de acordo com a definição adotada no Eurosistema não são classificadas como medidas temporárias, tiveram em 2017 um impacto pontual na despesa de capital das administrações públicas que ascendeu a 0,1% do PIB.

Redução do rácio da dívida associada ao excedente primário, a um crescimento nominal superior à taxa de juro implícita da dívida, bem como à redução do *stock* de depósitos

No final de 2017 a dívida das administrações públicas situou-se em 125,7% do PIB, ficando 4,2 pp abaixo do registado no final do ano anterior (Quadro I.4.1).^{34,35} Esta diminuição ocorreu num contexto em que a variação do PIB nominal excedeu a taxa de juro implícita da dívida, pelo que o diferencial entre a despesa com o serviço da dívida e o crescimento do produto foi negativo (Gráfico I.4.5). Adicionalmente, o saldo primário das administrações públicas contribuiu para a redução do rácio da dívida pelo segundo ano consecutivo, mas em menor medida do que o registado em 2016, dado o impacto do aumento de capital na CGD no défice em Contas Nacionais.

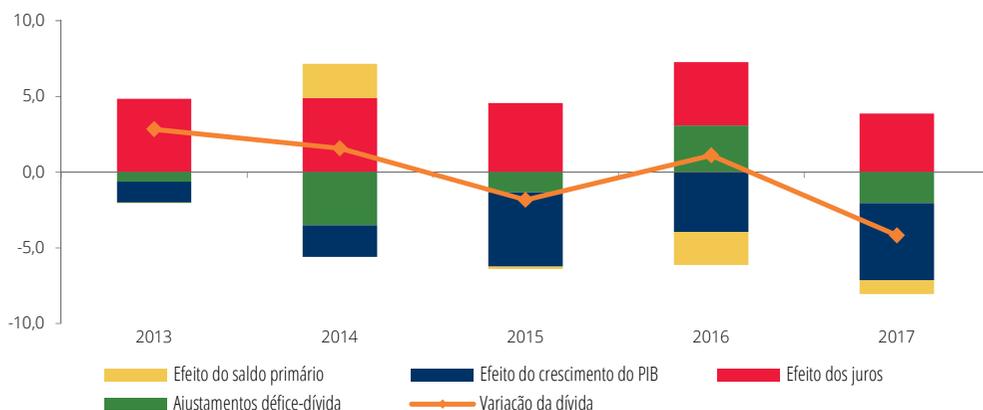
Os ajustamentos défice-dívida tiveram um impacto significativo na redução do rácio da dívida (2,1 pp do PIB), resultante no essencial de uma diminuição do *stock* de depósitos das administrações públicas. Esta evolução teve subjacente a utilização de depósitos no âmbito da operação de aumento de capital na CGD que teve lugar em 2017 mas que terá sido financiada no ano anterior. Assim, a diminuição da dívida pública líquida de depósitos das administrações públicas em rácio do PIB foi mais moderada (2,4 pp do PIB).

Ao longo de 2017, Portugal beneficiou de condições de financiamento relativamente favoráveis nos mercados de dívida soberana, assistindo-se a um estreitamento do diferencial entre as taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa face à alemã (Capítulo 3). A taxa média dos leilões de Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos situou-se em 2,9%, o que compara com 3,1% em 2016 (Gráfico I.4.6). Quanto às emissões de curto prazo, voltou a verificar-se uma redução da taxa de juro média dos leilões de Bilhetes do Tesouro, de 0,02% para -0,25% (Gráfico I.4.7).

34. Note-se que o rácio da dívida pública referente ao final de 2016 foi recentemente revisto de 130,1% para 129,9% devido à revisão em alta do valor nominal do PIB apurado para esse ano.

35. No seguimento do encerramento, em 2016, do Procedimento por Défice Excessivo a que Portugal se encontrava sujeito, teve início um período de transição de 3 anos durante o qual a evolução do rácio da dívida deve ser compatível com o cumprimento da Regra da Dívida a partir de 2019.

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



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Gráfico I.4.6 • Taxas de juro nos leilões de Obrigações do Tesouro em 2017 | Em percentagem

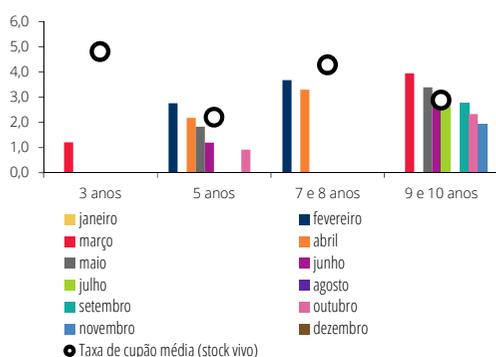
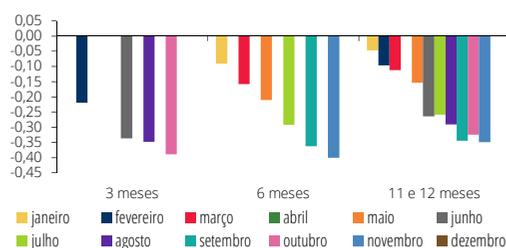


Gráfico I.4.7 • Taxas de juro nos leilões de Bilhetes do Tesouro em 2017 | Em percentagem



Fonte: IGCP. | Nota: Para cada um dos prazos considerados, a taxa média diz respeito à taxa de cupão subjacente ao *stock* vivo no final de 2016, com maturidade residual equivalente. O gráfico exclui a informação relativa à taxa de colocação das Obrigações do Tesouro com maturidade superior a 10 anos.

Fonte: IGCP.

Neste contexto, em 2017 a despesa das administrações públicas com o serviço da dívida diminuiu de 4,2 para 3,9% do PIB, permanecendo, contudo, num nível superior ao observado no período anterior à crise económica e financeira (Gráfico I.4.8). Pelo contrário, a taxa de juro implícita na dívida³⁶ situa-se num nível historicamente baixo e numa trajetória descendente. Em 2017 registou uma nova redução, de 3,3% para 3,1%. Esta evolução reflete, por um lado, o decréscimo das despesas com juros dos empréstimos do Programa de Assistência Económica e Financeira, dada a amortização antecipada de parte dos empréstimos recebidos do FMI (num montante equivalente a 5,2% do PIB). Por outro lado, beneficia também do *rollover* de um montante significativo de Obrigações do Tesouro cujas taxas eram superiores às obtidas nas novas emissões.

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

Gráfico I.4.8 • Despesa em juros e taxa de juro implícita na dívida | Em percentagem

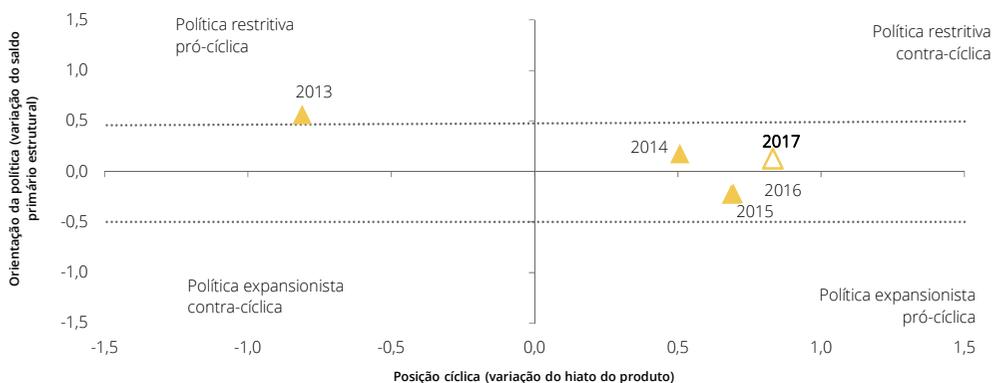


Fontes: Banco de Portugal e INE.

Política orçamental aproximadamente neutra no conjunto da área do euro

Tal como em Portugal, verificou-se em 2017 uma melhoria do saldo das administrações públicas na generalidade dos países da área do euro. Com exceção de Espanha, todos os Estados-Membros registaram em 2017 um saldo nominal superior ao valor de referência de -3% do PIB. No caso de França, esta evolução permitirá a correção da situação de défice excessivo dentro do prazo limite estabelecido no quadro do mecanismo de supervisão orçamental da UE. Recorde-se que Espanha se encontra atualmente sujeita a um procedimento por défice excessivo cujo prazo para correção é 2018. Na maioria dos Estados-Membros, o saldo primário estrutural calculado de acordo com a metodologia adotada pela Comissão Europeia registou uma variação positiva. Nos casos de Malta, Eslováquia e Portugal, esta variação excedeu 0,5 pp do PIB potencial. No conjunto da área do euro, o saldo primário estrutural permaneceu aproximadamente constante em 2017, à semelhança do sucedido nos últimos anos (Gráfico I.4.9). Relativamente à atividade económica, a Comissão Europeia estima que o crescimento efetivo do produto tenha sido superior ao potencial, mantendo-se a tendência de encerramento do hiato do produto iniciada em 2014. Ainda assim, em 2017 o hiato do produto deverá ter permanecido negativo.

Gráfico I.4.9 • Política orçamental e posição cíclica na área do euro | Em pontos percentuais do PIB potencial

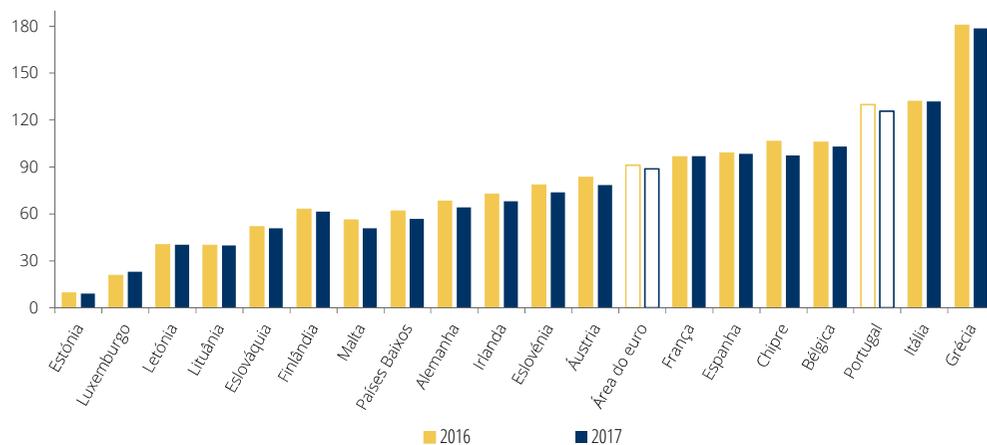


Fonte: Comissão Europeia.

Notas: A posição cíclica da economia é aferida pela variação do hiato do produto, que corresponde aproximadamente à diferença entre as taxas de crescimento do PIB e do PIB potencial. Os valores apresentados no gráfico são calculados pela Comissão Europeia em linha com as metodologias de ajustamento cíclico e de cálculo do produto potencial adotadas nessa instituição, que não coincidem com as adotadas no Eurosistema.

Em 2017 o rácio da dívida pública do conjunto da área do euro diminuiu de 91,1 para 88,8% do PIB (Gráfico I.4.10). Esta evolução reflete reduções na maioria dos Estados-Membros, com destaque, pela sua magnitude, para as registadas nos casos de Chipre, Malta, Áustria e Países Baixos. Ainda assim, no final de 2017, a dívida pública em rácio do PIB situou-se abaixo do valor de referência de 60% do PIB em apenas 7 dos 19 países da área do euro.

Gráfico I.4.10 • Dívida pública na área do euro | Em percentagem do PIB



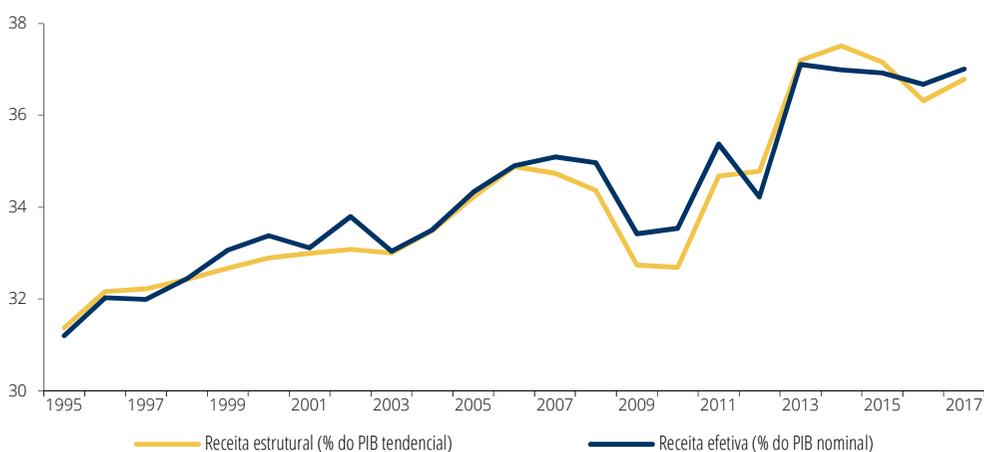
Fonte: Comissão Europeia.

Caixa 5 • Evolução estrutural da receita fiscal e contributiva

A presente caixa analisa as determinantes da receita fiscal e contributiva estrutural em 2017, entendida como a receita total de impostos e contribuições sociais corrigida dos efeitos do ciclo económico e de medidas temporárias. O referencial teórico corresponde à abordagem desagregada utilizada no contexto do Sistema Europeu de Bancos Centrais, de acordo com a qual cada rubrica é corrigida através da aplicação de uma elasticidade constante ao desvio da respetiva base macroeconómica, definida em termos reais, face à sua tendência. Esta metodologia permite avaliar o contributo de diferentes fatores para a variação da receita fiscal estrutural: i) alterações de política fiscal de natureza permanente; ii) impacto da discrepância entre a variação nominal tendencial da base macroeconómica relevante e o PIB; iii) efeito da elasticidade orçamental e iv) componente residual. A componente residual corresponde à parte da variação estrutural que não é explicada pelos efeitos anteriores. Os níveis estruturais de cada rubrica estão expressos em percentagem do PIB nominal tendencial³⁷, garantindo a consistência com os valores ajustados do ciclo constantes do numerador.

Em 2017 a receita de impostos e contribuições sociais aumentou 5,0% face ao ano anterior (Gráfico C5.1). Em termos estruturais cresceu 4,2%, o que se traduz num aumento de 0,5 pp do PIB tendencial, após reduções nos dois anos anteriores (Gráficos C5.1 e C5.2). No essencial, esta evolução estrutural é explicada pela componente residual da metodologia de análise desagregada, em particular porque o impacto total de alterações legislativas na coleta de 2017 foi diminuto.

Gráfico C5.1 • Evolução recente da receita fiscal e contributiva | Em percentagem



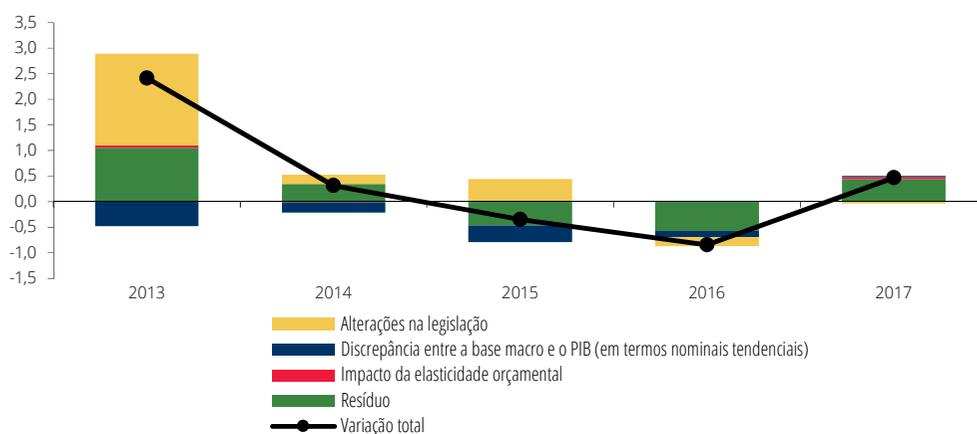
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

A receita estrutural de impostos sobre o rendimento e património permaneceu constante em rácio do PIB tendencial em resultado de evoluções simétricas na coleta de impostos sobre as famílias e as empresas (Gráfico C5.3). A receita de impostos sobre as famílias diminuiu 0,3 pp em termos estruturais, refletindo parcialmente o efeito remanescente da eliminação da sobretaxa de IRS introduzida em 2013. Adicionalmente, esta evolução tem subjacente a diminuição da receita de taxas liberatórias decorrente da redução das taxas de juro de aplicações financeiras, em particular dos depósitos a prazo. Uma vez que o rendimento sujeito a taxas liberatórias não é captado pela base macroeconómica considerada, este contributo reflete-se negativamente na parcela residual. Note-se que o

37. Definido como o produto entre o PIB real tendencial, estimado através da aplicação do filtro Hodrick-Prescott com um parâmetro de alisamento (λ) igual a 30, e o deflator do PIB. Os valores diferem das estimativas de PIB potencial apurados por diferentes instituições.

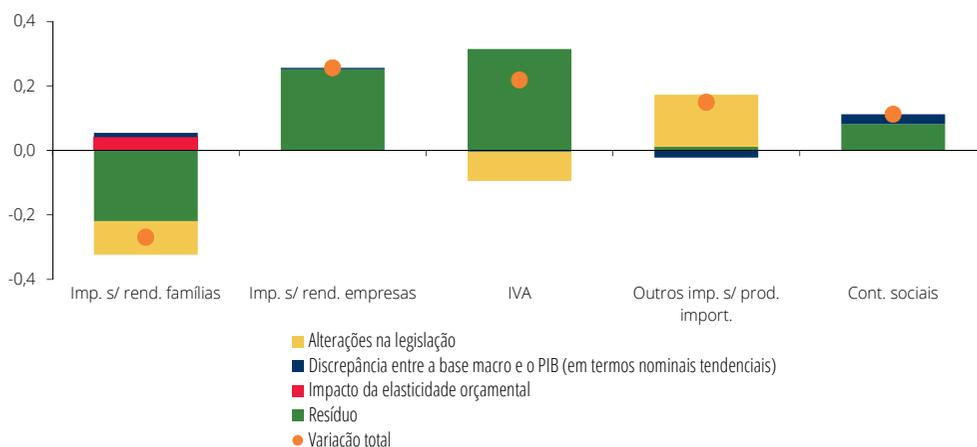
aumento dos reembolsos em sede de IRS terá sido compensado pelo acréscimo dos pagamentos também relacionados com o rendimento de 2016, não tendo, no seu conjunto, impacto no resíduo. No caso da receita de impostos sobre o rendimento das empresas, o aumento estrutural de 0,3 pp do PIB tendencial registado em 2017 é captado quase na íntegra pelo resíduo. Uma parte desta componente é explicada pelo facto de os reembolsos em sede de IRC corrigidos do efeito decorrente da conversão de *Deferred Tax Assets* terem diminuído em rácio do PIB tendencial.³⁸ O remanescente deverá refletir as dificuldades inerentes ao ajustamento cíclico da receita deste imposto, que tipicamente apresenta resíduos pró-cíclicos. Adicionalmente, importa ter em conta que, em Portugal, a coleta de IRC é usualmente afetada por fatores pontuais, frequentemente associados a operações levadas a cabo por grandes empresas.

Gráfico C5.2 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais | Em percentagem e em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico C5.3 • Contributos para a variação estrutural dos impostos e contribuições sociais em 2017 | Em percentagem e em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e 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.

38. Na ótica de Contabilidade Pública o efeito da conversão de DTA encontra-se registado no montante de reembolsos de IRC, afetando negativamente a receita líquida deste imposto. Na ótica da Contabilidade Nacional este efeito está refletido na evolução da despesa de capital.

Em termos estruturais, o rácio da receita de impostos sobre a produção e a importação no PIB tendencial aumentou 0,4 pp, refletindo sobretudo a evolução positiva da coleta do IVA. Com efeito, a receita estrutural do IVA aumentou 0,2 pp do PIB tendencial em 2017, não obstante a perda de receita que poderia advir da redução da taxa de IVA aplicável a alguns serviços de restauração a partir da segunda metade do ano anterior e do forte aumento dos reembolsos. Neste contexto, deve ter-se em conta o facto de a base macroeconómica considerada não captar a totalidade da despesa de consumo efetuada no território, bem como a possibilidade de alguma sobrestimação da perda de receita decorrente da redução da taxa de IVA na restauração. No que diz respeito aos restantes impostos sobre a produção e a importação, o aumento estrutural da receita, em 0,1 pp do PIB, é explicado quase na totalidade pelo efeito de medidas de política fiscal introduzidas pelo Orçamento do Estado para 2017. Em particular, terão contribuído para este resultado o aumento da tributação sobre as bebidas açucaradas em sede do Imposto sobre as Bebidas Alcoólicas, bem como o aumento da taxa de Imposto sobre os Produtos Petrolíferos com incidência sobre o consumo de gasóleo.

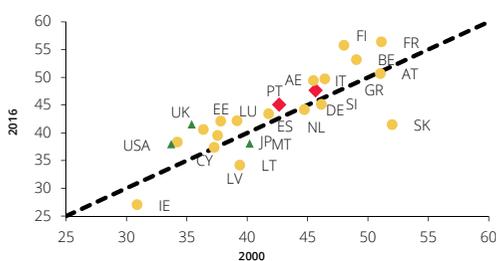
Finalmente, o rácio da receita estrutural de contribuições sociais no PIB tendencial registou um aumento de 0,1 pp. Este resultado tem subjacente o facto de a massa salarial tendencial do setor privado ter, em termos nominais, crescido acima do PIB tendencial. Em sentido contrário, as contribuições sociais efetivas do regime dos funcionários públicos e as contribuições imputadas, registadas também do lado da despesa e cujo efeito é captado no resíduo, registaram uma diminuição em rácio do PIB tendencial. Assim, a componente residual corrigida dos efeitos associados ao regime dos funcionários públicos assume uma magnitude superior à ilustrada no gráfico C5.3. Esta evolução sugere a existência de ganhos associados à eficácia na cobrança, à semelhança do observado nos anos anteriores.

Caixa 6 • Evolução recente da despesa pública: Portugal no contexto da área do euro

A análise da evolução recente da despesa pública em Portugal assume particular importância num contexto em que o elevado endividamento das administrações públicas continua a exigir um esforço de contenção e de racionalização deste agregado. A presente caixa pretende averiguar o contributo das diferentes áreas de atuação das administrações públicas para explicar a variação da despesa primária desde o início da crise financeira internacional. Para o efeito, é utilizada a informação compilada pelos institutos nacionais de estatística dos Estados-Membros da área do euro de acordo com a classificação funcional da despesa pública (COFOG), no quadro do SEC2010.³⁹

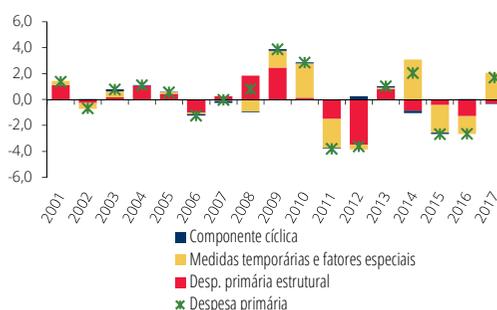
Desde o início da União Monetária, a despesa pública na área do euro representa em média aproximadamente 50% do PIB, assumindo uma magnitude mais elevada do que noutras economias avançadas (Gráfico C6.1). Não obstante os esforços de consolidação observados em vários Estados-Membros no seguimento da crise das dívidas soberanas, o peso da despesa pública na área do euro aumentou entre 2000 e 2016. Em Portugal, nos anos que antecederam o pedido de assistência económica e financeira, em particular em 2009, a despesa pública aumentou de forma significativa, dando um importante contributo para o aumento do défice das administrações públicas. Tal evolução foi apenas parcialmente explicada pela deterioração da posição cíclica da economia portuguesa e pelo impacto de efeitos de carácter pontual (Gráfico C6.2). Em contrapartida, desde o início da vigência do Programa de Assistência a despesa pública corrigida destes contributos e dos custos com o serviço da dívida registou uma redução acumulada próxima de 7,0 pp do PIB tendencial.

Gráfico C6.1 • Despesa pública na área do euro e outras economias avançadas
| Em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat. | Nota: EA – Área do euro; BE – Bélgica; DE – Alemanha; EE – Estónia; IE – Irlanda; GR – Grécia; ES – Espanha; FR – França; IT – Itália; CY – Chipre; LV – Letónia; LT – Lituânia; LU – Luxemburgo; MT – Malta; NL – Países Baixos; AT – Áustria; PT – Portugal; SI – Eslovénia; SK – Eslováquia; FI – Finlândia; UK – Reino Unido; USA – Estados Unidos da América; JP – Japão.

Gráfico C6.2 • Decomposição da variação da despesa primária em Portugal | Em pontos percentuais do PIB tendencial



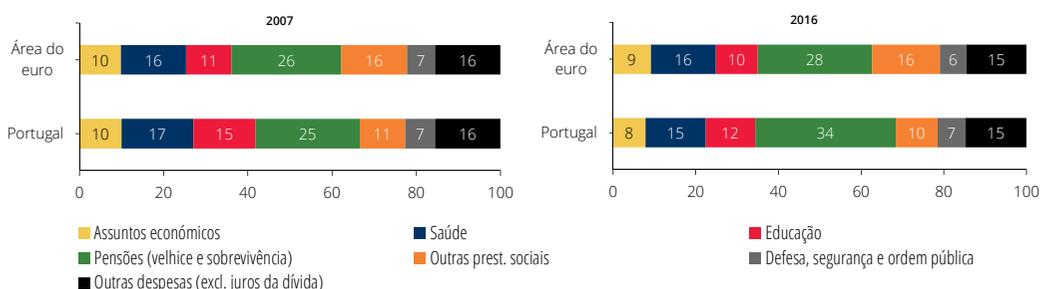
Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: A componente cíclica é calculada de acordo com a metodologia de ajustamento cíclico das variáveis orçamentais adotada no Eurosistema. Esta metodologia assume que a única componente da despesa pública que é influenciada pelo enquadramento macroeconómico corresponde aos subsídios de desemprego. As medidas temporárias e fatores especiais estão em linha com a definição adotada no Eurosistema e incluem as medidas de apoio ao sistema financeiro.

Em 2007, a composição da despesa pública por funções em Portugal era em geral próxima da da área do euro, diferindo apenas no maior peso da despesa com educação e no menor contributo

39. Note-se que para efeitos de análise as habituais rubricas da classificação COFOG foram rearranjadas, considerando-se as seguintes categorias: i) assuntos económicos, que agrega, entre outros, a despesa com investimento em infraestruturas e com subsídios; ii) saúde; iii) educação; iv) pensões, incluindo prestações de velhice e de sobrevivência; v) outras prestações sociais; vi) defesa, segurança e ordem pública; e vii) outras categorias. A última categoria agrega a despesa com serviços gerais da administração pública, proteção ambiental, serviços de habitação e desenvolvimento coletivo e serviços recreativos, culturais e religiosos. A categoria "assuntos económicos" inclui os montantes despendidos com operações de apoio ao sistema bancário. Note-se, finalmente, que a despesa em juros da dívida pública (registados na categoria residual "outras despesas") foi excluída da análise.

dos encargos com prestações sociais excluindo pensões (Gráfico C6.3). Os dados mais recentes para o conjunto da área do euro, referentes a 2016, mostram alguma estabilidade na composição da despesa pública. No caso de Portugal observa-se uma reafectação no mesmo período, em particular devido ao aumento do peso da despesa com pensões (de 25% para 34% da despesa primária). Entre os países da área do euro, apenas na Grécia se verificou um aumento mais acentuado do peso da despesa com pensões entre 2007 e 2016.

Gráfico C6.3 • Composição da despesa pública primária, por função | Em percentagem



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Em Portugal, a despesa com pensões foi a única categoria que não apresentou uma redução no período mais recente, tendo aumentado antes e depois do início do Programa de Assistência (Gráfico C6.4). Esta evolução refletiu em larga medida o aumento do número de pensionistas e aposentados. No caso das restantes categorias COFOG, registou-se um aumento da despesa pública em rácio do PIB até 2010 e uma diminuição posteriormente. A redução da despesa entre 2011 e 2016 é essencialmente explicada pela diminuição dos encargos com formação bruta de capital fixo e com o pagamento de salários. Por função, é de destacar a redução dos encargos com assuntos económicos, educação e, em menor medida, com saúde, que, no seu conjunto, caíram neste período 7,4 pp do PIB tendencial. Em termos gerais, esta evolução foi comum a vários outros países da área do euro. Ainda assim, importa sublinhar que apenas no caso da Irlanda se verificou uma maior redução da despesa em educação, assuntos económicos e saúde do que a registada em Portugal.

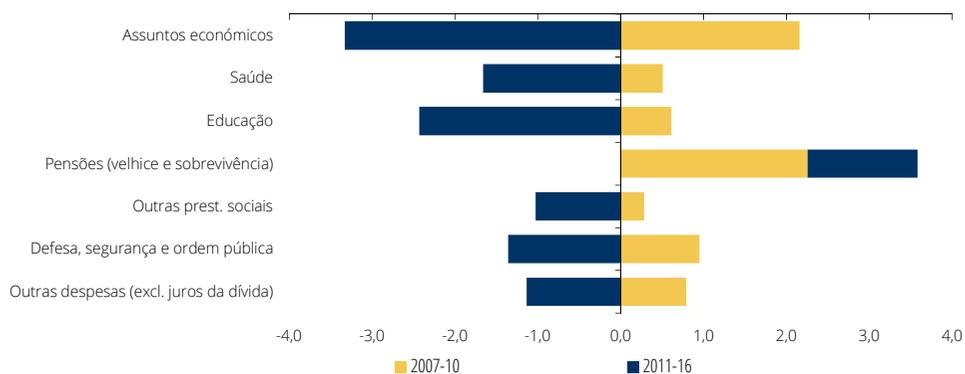
No que se refere à categoria de assuntos económicos, a redução entre 2011 e 2016 decorre sobretudo do decréscimo do investimento em infraestruturas de transporte. De acordo com um relatório recente do FMI⁴⁰, em Portugal o *stock* de capital público compara favoravelmente com o dos restantes Estados-Membros da UE. Adicionalmente, o *stock* de capital das administrações públicas não se reduziu no período recente (Caixa 10). Ainda assim, as instituições internacionais têm reforçado a necessidade de manter em Portugal um nível mínimo de investimento público que garanta a manutenção da capacidade instalada.

No que se refere à despesa em educação em Portugal, o decréscimo entre 2011 e 2016 decorreu da diminuição dos encargos com salários, formação bruta de capital fixo e consumos intermédios. O principal contributo para a redução da despesa em educação diz respeito ao ensino superior (estando associado a uma queda das despesas com pessoal e consumos intermédios), mas também no caso do ensino básico e secundário a diminuição da despesa assumiu uma magnitude não negligenciável. Em paralelo, ocorreu neste período uma redução do número de professores e de

40. IMF Country Report No. 17/278, de setembro de 2017.

estabelecimentos escolares.⁴¹ Esta evolução pode refletir, para além de medidas de racionalização da rede escolar, a tendência demográfica de envelhecimento da população, uma vez que se verificou igualmente uma diminuição do número de alunos matriculados na generalidade dos níveis de ensino (incluindo no ensino superior). Note-se que diversos estudos mostram que a despesa em educação tem efeitos positivos no crescimento económico de longo prazo por via do seu contributo para a acumulação de capital humano. No entanto, é frequentemente enfatizado que tais efeitos são particularmente importantes no caso dos níveis de ensino não superior e, por outro lado, que dependem crucialmente da qualidade da despesa e da eficiência das políticas.⁴²

Gráfico C6.4 • Variação da despesa pública, por função | Em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

A evolução recente da despesa pública em Portugal indicia importantes desafios para a condução da política orçamental nos próximos anos. Os custos associados ao envelhecimento populacional deverão continuar a exercer uma forte pressão no sentido do aumento da despesa com pensões e saúde. Adicionalmente, será necessário assegurar um nível de investimento público que, no mínimo, não comprometa o crescimento potencial da economia. Por último, existem aumentos recentes da despesa pública, em particular por via do crescimento do emprego nas administrações públicas, que pela sua natureza representam compromissos de carácter mais permanente.

Estas pressões irão coexistir com a necessidade de um esforço de consolidação orçamental, uma vez que o saldo estrutural ainda se situa significativamente aquém do Objetivo de Médio Prazo (que corresponde a um excedente de 0,25% do PIB). Adicionalmente, no quadro do braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento, este esforço passará também pelo cumprimento da Regra da Despesa, que estabelece uma variação máxima para a despesa pública primária líquida do efeito de medidas discricionárias do lado da receita, dado o crescimento potencial médio da economia.⁴³ De acordo com os cálculos da Comissão Europeia, a variação real deste agregado não poderia exceder -1,4% em 2017, a que corresponde uma redução nominal de 0,1%. Em 2018, o cumprimento da Regra da Despesa exigirá um crescimento nominal inferior a 0,1%.

41. Em linha com as estatísticas publicadas pela Direção-Geral de Estatísticas da Educação e Ciência do Ministério da Educação.

42. Johansson, Åsa, (2016), "Public Finance, Economic Growth and Inequality: A Survey of the Evidence", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1346; Fournier, Jean-Marc and A. Johansson (2016), "The effect of the size and the mix of public spending on growth and inequality", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1344; e Ormaechea, Santiago Acosta and A. Morozumi (2013), "Can a Government Enhance Long-Run Growth by Changing the Composition of Public Expenditure?", *IMF Working Papers* 13/162.

43. Para maior detalhe sobre a Regra da Despesa e o agregado de despesa que lhe está subjacente, veja-se a Caixa 5 do Boletim Económico de Junho de 2017.

5 Oferta

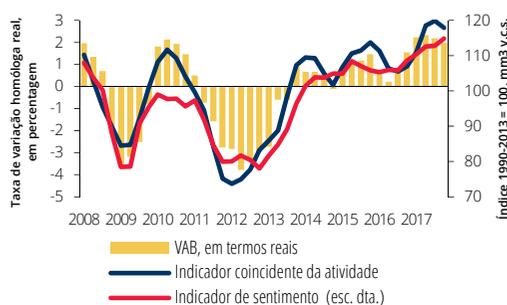
∴ Aceleração do VAB em 2017

Em 2017 o Valor Acrescentado Bruto (VAB) aumentou 2,2% em termos reais, após ter crescido 1,2% em 2016 (Quadro I.5.1). Este aumento mantém a trajetória de crescimento iniciada no final de 2013 e corresponde à taxa de crescimento mais elevada registada desde 2008. Esta evolução é, em geral, consistente com o indicador de sentimento económico que traduz de um modo geral a perceção e as expectativas dos consumidores e dos empresários inquiridos mensalmente em vários setores de atividade (Gráfico I.5.1).

Os principais setores de atividade contribuíram positivamente para o crescimento do VAB total da economia (Quadro I.5.1). O setor dos serviços, que representa 76,5% do total, aumentou 1,8% em 2017, mantendo a trajetória de crescimento iniciada em 2014 (Gráfico I.5.2). O crescimento do VAB dos serviços refletiu essencialmente o aumento da atividade nos subsectores de comércio e reparação de veículos e alojamento e restauração que no seu conjunto cresceram 3,7% (3,7% no subsector comércio e reparação de veículos e 3,9% no subsector alojamento e restauração) e nos subsectores de transportes e armazenagem e atividades de informação e comunicação, cujo VAB aumentou 2,1%.

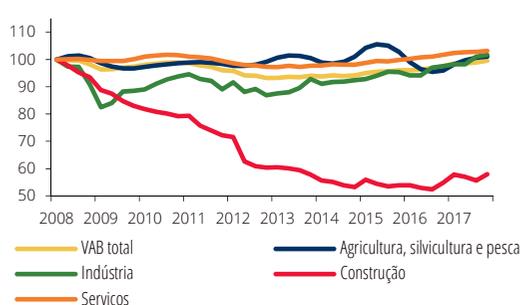
Na indústria transformadora, que tem um peso de 14,3% no total do VAB, registou-se um aumento de 4,3% em 2017, após 1,3% em 2016 (Gráfico I.5.2). Este aumento foi o mais elevado desde 2010.

Gráfico I.5.1 • VAB, indicador coincidente da atividade e indicador de sentimento económico



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

Gráfico I.5.2 • Evolução real do VAB por principais setores de atividade | Índice 2008 T1=100



Fonte: INE.

Quadro I.5.1 • VAB e VAB por empregado | Taxa de variação em percentagem e contributos

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|------|------|------|
| VAB (tva) | 1,6 | 1,2 | 2,2 |
| Contributos setoriais para a tva do VAB (pp) | | | |
| Agricultura, silvicultura e pesca" | 0,1 | -0,2 | 0,1 |
| Indústria | 0,4 | 0,2 | 0,6 |
| Construção | 0,0 | -0,1 | 0,3 |
| Serviços | 1,0 | 1,2 | 1,4 |
| VAB por empregado (tva) | 0,3 | -0,4 | -1,0 |

Fonte: INE. | Nota: Os dados referentes ao número de empregados têm como base as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo INE.

Em 2017 destaca-se também o aumento de 6,7% no VAB do setor da construção, apesar de este setor ter um peso relativamente reduzido no total do VAB (4,1%). O contributo do VAB do setor da construção foi positivo pela primeira vez desde 2007.

O setor da agricultura, silvicultura e pescas inverteu o crescimento negativo registado em 2016. O VAB neste setor, cujo peso no total é de 2,1%, aumentou 3,2% em 2017, após uma redução de 7,4% em 2016.

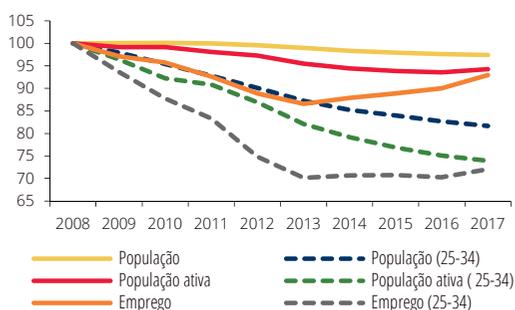
A queda do VAB por trabalhador observada a nível agregado em 2017 parece, à semelhança de anos anteriores, resultar de diminuições da produtividade dentro de cada setor. Por seu turno, entre 2014 e 2017 o contributo da componente intersetorial foi positivo, o que sugere que no atual período de recuperação económica estará a ocorrer uma orientação dos fluxos de emprego no sentido de setores da economia com maior produtividade, nomeadamente os mais expostos à concorrência internacional.⁴⁴

Diminuição da população residente e aumento da população ativa

Em 2017 a população residente diminuiu 0,2% mantendo-se a tendência observada desde 2011 (Gráfico I.5.3). Em contraste, a população ativa cresceu 0,8% em termos homólogos, após seis anos consecutivos de queda. Em termos acumulados desde 2008, a população residente e a população ativa diminuíram em cerca de 268 e 208 mil indivíduos, respetivamente, e a taxa de atividade também decresceu (de 52,4% em 2008 para 50,8% em 2017).

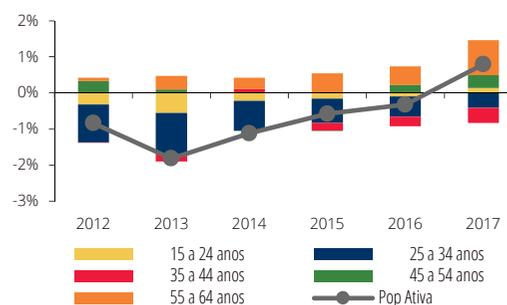
Por escalões etários, a população residente diminuiu nos escalões etários entre os 15 e os 44 anos e aumentou nos escalões etários entre os 45 e os 64 anos. Por sua vez, o aumento da população ativa concentrou-se nos escalões etários dos 15 aos 24 anos e entre os 45 e 64 anos (Gráfico I.5.4).

Gráfico I.5.3 • População e emprego
| Índice 2008 T1=100



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico I.5.4 • População ativa | Taxa de variação anual e contributos por escalão etário
em percentagem e em pontos percentuais



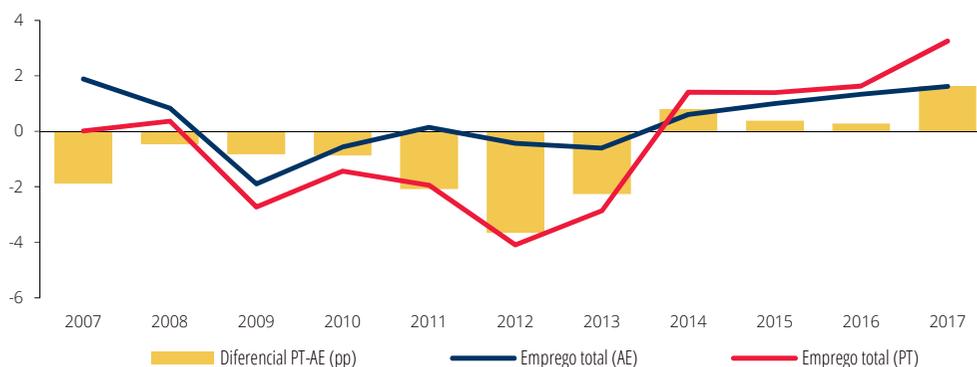
Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Crescimento do emprego acima da média da área do euro

O emprego aumentou 3,3% em 2017, o que corresponde ao maior crescimento anual desde o início da área do euro (Quadro I.5.2). Desde 2014, o diferencial da taxa de crescimento do emprego entre Portugal e a área do euro tem sido positivo, registando-se em 2017 o valor mais elevado, de 1,6 pp (Gráfico I.5.5).

44. Ver caixa 6 | A evolução do VAB, emprego e produtividade na recuperação em curso: contributos sectoriais, *Boletim Económico* de Outubro de 2017..

Gráfico I.5.5 • Emprego em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e Eurostat. | Nota: Dados das Contas Nacionais Trimestrais.

A evolução do emprego reflete o crescimento do emprego por conta de outrem (4,3%) e um decréscimo do emprego por conta própria (0,4%). No que se refere ao emprego nas administrações públicas, de acordo com a informação da Direção Geral da Administração e Emprego Público, o número de funcionários públicos aumentou 1,0% em termos homólogos (0,9% em 2016).

O emprego registou um crescimento em todos os escalões etários, com exceção do escalão dos 35 aos 44 anos. As maiores taxas de crescimento em 2017 registaram-se nos escalões dos 15 aos 24 anos (7,7%) e dos 55 aos 64 anos (9,2%), cujo peso no emprego é de 5,9% e 16,3%, respetivamente (Gráfico I.5.6). Por nível de educação, registou-se um aumento do emprego em todos os segmentos, sendo de destacar o crescimento nos segmentos de nível de educação secundário (26,5%) e do 3º ciclo (25,5%) (Gráfico I.5.7). A evolução da estrutura de qualificações da sociedade portuguesa tem sido positiva, contudo ainda apresenta fragilidades quando se analisa a produtividade do trabalho em Portugal e se fazem comparações internacionais da escolaridade da população ativa (Caixa 7).

Quadro I.5.2 • População, emprego e desemprego | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

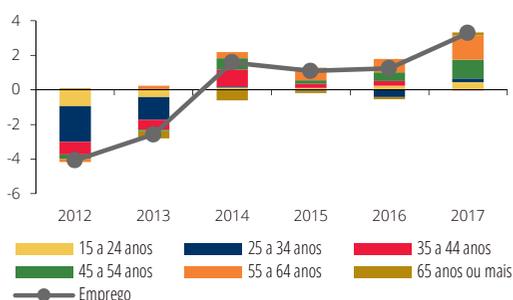
| | Milhares de indivíduos em 2017 | 2015 | 2016 | 2017 | 2016 | | 2017 | |
|---|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | S1 | S2 | S1 | S2 |
| População | 10 285 | -0,5 | -0,3 | -0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,2 |
| População 25-34 anos | 1 149 | -2,8 | -2,5 | -2,7 | -2,7 | -2,4 | -2,7 | -2,7 |
| População ativa | 5 219 | -0,6 | -0,3 | 0,8 | -0,7 | 0,1 | 0,9 | 0,7 |
| População ativa 25-34 anos | 1 033 | -3,1 | -2,7 | -2,0 | -2,9 | -2,4 | -2,6 | -1,5 |
| Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população) | | 73,4 | 73,7 | 74,7 | 73,4 | 74,0 | 74,2 | 75,1 |
| Emprego total | 4 757 | 1,1 | 1,2 | 3,3 | 0,6 | 1,8 | 3,3 | 3,3 |
| Emprego por conta de outrem | 3 949 | 2,8 | 2,0 | 4,3 | 1,7 | 2,4 | 4,0 | 4,6 |
| Emprego por conta própria | 786 | -5,7 | -3,2 | -0,4 | -5,0 | -1,3 | 1,4 | -2,2 |
| Desemprego total | 463 | -11,0 | -11,4 | -19,2 | -10,0 | -12,8 | -17,9 | -20,7 |
| Taxa de desemprego (em % da população ativa) | | 12,4 | 11,1 | 8,9 | 11,6 | 10,5 | 9,5 | 8,3 |
| Taxa de desemprego 25-34 anos (em % da população ativa) | | 13,1 | 12,5 | 9,7 | 13,4 | 11,6 | 10,5 | 8,9 |
| Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) | | 63,9 | 62,6 | 57,9 | 62,0 | 63,1 | 59,3 | 56,6 |
| Inativos desencorajados (em % da população ativa) | | 5,0 | 4,6 | 4,1 | 4,5 | 4,7 | 4,1 | 4,1 |

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

Redução da taxa de desemprego, mantendo-se o peso do desemprego de muito longa duração em níveis elevados

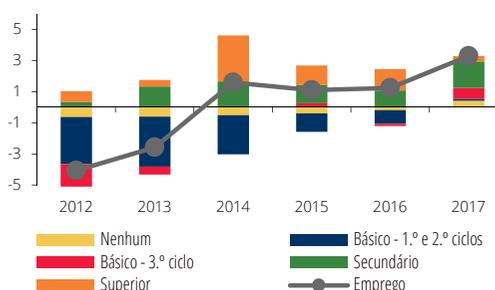
Em 2017, a taxa de desemprego situou-se em 8,9%. O número total de desempregados diminuiu 19,2%, após a queda de 11,4% registada em 2016 (Quadro I.5.2). A redução do número total de desempregados foi significativa em todos os escalões etários (Gráfico I.5.8). A proporção de indivíduos desempregados a receber subsídio de desemprego em 2017 situou-se em 24,6%, o que compara com 25,5% em 2016 (Gráfico I.5.9).

Gráfico I.5.6 • Emprego | Taxa de variação e contributos por escalões etários, em percentagem e pontos percentuais



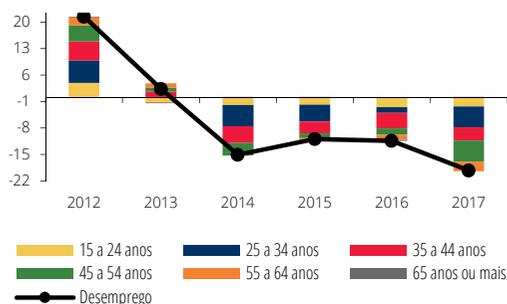
Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico I.5.7 • Emprego | Taxa de variação e contributos por nível de educação, em percentagem e pontos percentuais



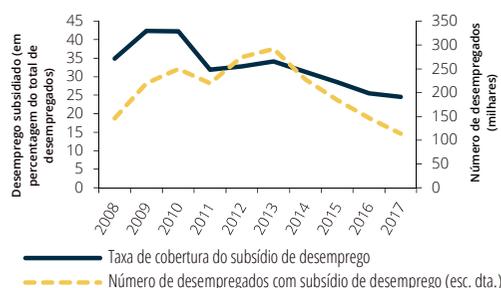
Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico I.5.8 • Desemprego | Taxa de variação e contributos por escalões etários, em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico I.5.9 • Número de desempregados com subsídio de desemprego e taxa de cobertura

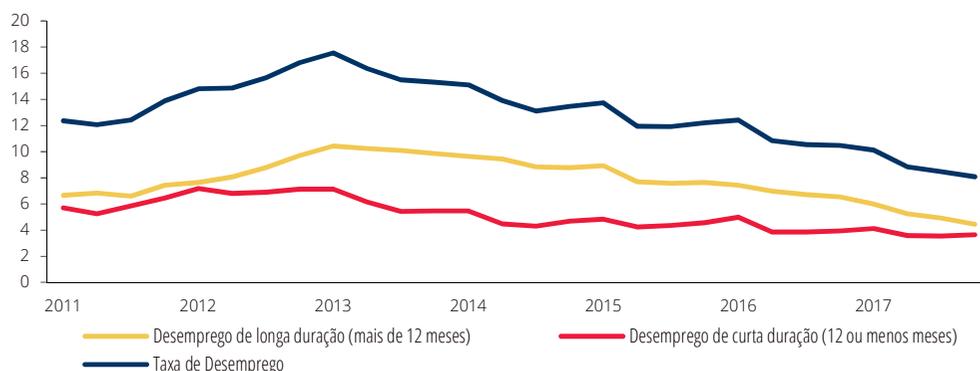


Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

A queda acentuada do desemprego de longa duração foi um dos traços mais notáveis da evolução do mercado de trabalho português em 2017 (Gráfico I.5.10). O número de indivíduos desempregados à procura de emprego há mais de 12 meses registou, em 2017, uma queda de 25% que se seguiu a uma queda de 13,3% em 2016. O peso do desemprego de longa duração no desemprego total manteve-se num nível elevado, de 58,1%, a que corresponde um total próximo de 269 mil indivíduos. Destes indivíduos, 72,1% são desempregados de muito longa duração, ou seja, que procuram emprego há 24 meses ou mais. O desemprego de muito longa duração decresceu 28,5% em 2017, após uma diminuição de 12,1% em 2016, contribuindo de forma significativa para a queda do desemprego no conjunto do ano (Caixa 8).

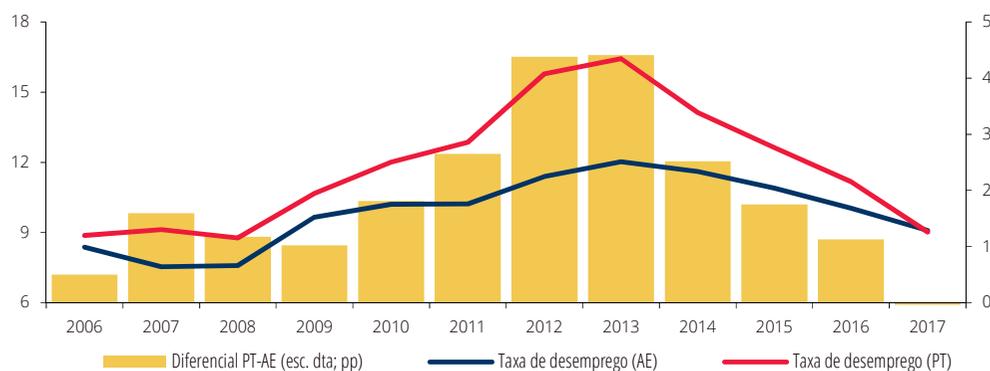
A evolução do desemprego também comparou favoravelmente com o observado na área do euro. O diferencial entre a taxa de desemprego em Portugal e a taxa de desemprego na área do euro foi positivo entre 2006 e 2016, e variou entre um mínimo de 0,5 pp em 2006 e um máximo de 4,4 pp em 2012 e 2013. Em 2017, pela primeira vez em mais de uma década, este diferencial foi negativo, de -0,1 pp (Gráfico I.5.11).

Gráfico I.5.10 • Taxa de desemprego por escalão de duração | Em percentagem



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico I.5.11 • Taxa de desemprego em Portugal e área do euro | Em percentagem



Fontes: Eurostat e INE.

... Criação moderada e redução acentuada da destruição do emprego

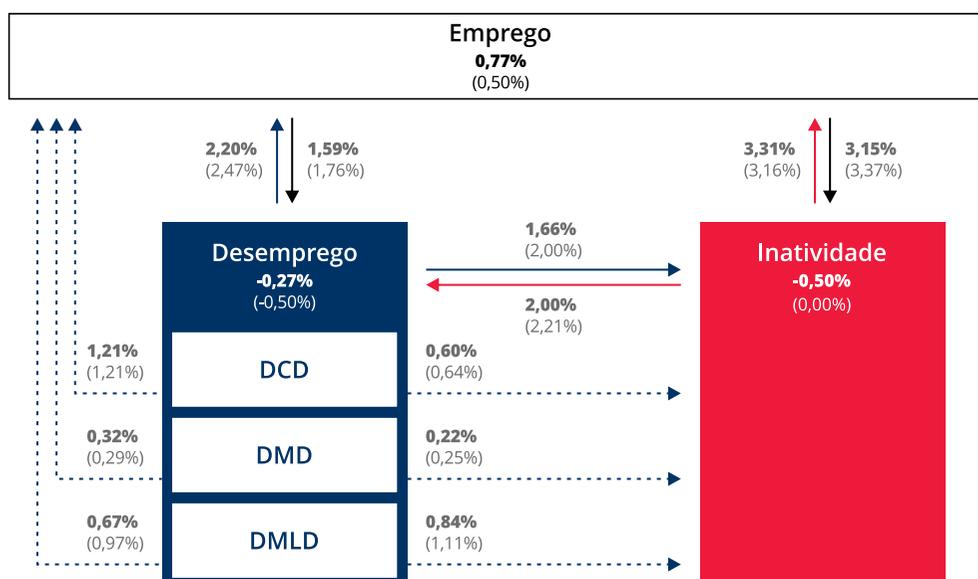
Os fluxos de indivíduos que, em cada período, transitam entre os estados de emprego, desemprego e inatividade ilustram melhor as dinâmicas que ocorrem no mercado de trabalho ao longo de um determinado período. Em 2017, as mudanças entre os diferentes estados do mercado de trabalho foram equivalentes, em média, a cerca de 14% da população ativa, um valor próximo do registado em 2016 (15%).

Em 2017, registou-se um fluxo médio líquido positivo para o emprego e ligeiramente maior do que em 2016. A análise dos fluxos trimestrais para a situação de emprego revela a elevada segmentação entre tipos de contrato existente no mercado de trabalho português. A criação de emprego

centrou-se em contratos com termo. Das transições totais para o emprego oriundas do desemprego e da inatividade registadas em 2017, apenas 15% foram sob a forma de contratos sem termo. O número de contratos de trabalho sem termo cresceu cerca de 3,3% em 2017 (2,6% em 2016) e o número de contratos de trabalho com termo cerca de 4,7% (1,6% em 2016). O fluxo médio líquido para o desemprego foi negativo, ou seja, o número de indivíduos a transitar do desemprego para outras situações foi superior ao número de indivíduos que transitaram para a situação de desemprego. Esta evolução refletiu sobretudo uma redução das passagens do emprego e da inatividade para o desemprego. A decomposição do desemprego nas suas componentes de curto, médio e muito longo prazo revela que os fluxos médios do desemprego de curta e média duração para a inatividade e o emprego se mantiveram próximos dos níveis observados em 2016, e que os fluxos médios do desemprego de muito longa duração para a inatividade e o emprego registaram um decréscimo comparativamente a 2016 (Figura I.5.1).

A partir de 2011, as médias anuais de criação e de destruição de emprego em percentagem da população ativa evidenciam uma tendência decrescente. Contudo, a redução da média anual de criação de emprego tem tido uma evolução mais lenta do que a redução da média anual de destruição de emprego (Gráfico I.5.12). O aumento em 2017 do fluxo médio líquido do emprego (criação de emprego subtraído de destruição de emprego) foi essencialmente consequência da menor destruição de emprego, num contexto de ligeira diminuição da criação de emprego (Gráfico I.5.12). A criação média anual de emprego em percentagem da população ativa foi de 5,5% em 2017 (e 5,6% em 2016), enquanto a destruição média anual de emprego em percentagem da população ativa foi de 4,7% em 2017 (5,1% em 2016).

Figura I.5.1 • Fluxos no mercado de trabalho em 2016 e 2017 (com base em médias dos fluxos trimestrais) | Em percentagem da população ativa

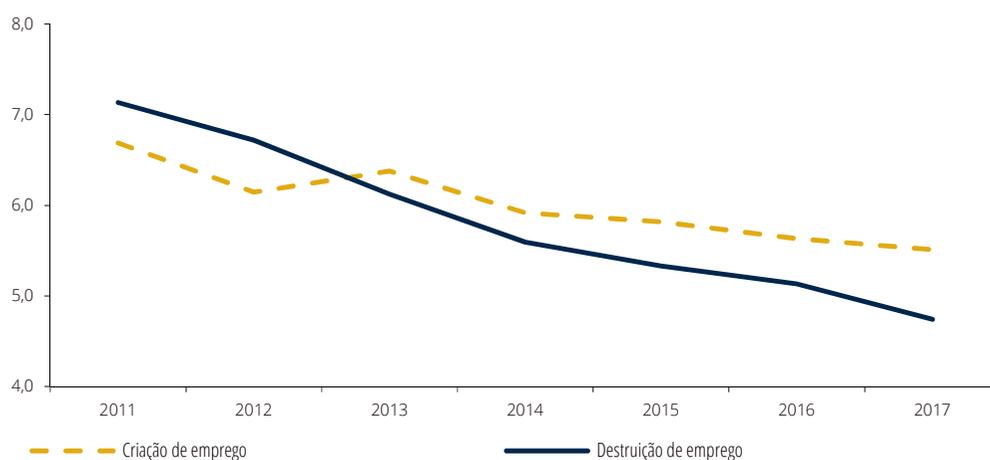


Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: Os fluxos são calculados utilizando a componente comum da amostra dos trimestres t e $t-1$ e os ponderadores populacionais do trimestre t . Valores de 2016 entre parênteses. As siglas DCD, DMD e DMLD designam desemprego de curta, média e muito longa duração, respetivamente.

· · · · · Melhoria das condições do mercado de trabalho num contexto de crescimento moderado dos salários

A evolução do mercado de trabalho em 2017 continuou a caracterizar-se por um aumento do emprego e uma descida marcada da taxa de desemprego, mantendo o perfil de melhoria iniciado no segundo trimestre de 2013, ainda num quadro de moderação salarial. De acordo com os dados disponibilizados pelo Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social (MSESS), em 2017, as remunerações médias declaradas à Segurança Social registaram um crescimento de 1,9%, o que se consubstancia numa ligeira aceleração face ao ano anterior, em que se verificou um crescimento de 1,6%. Esta evolução das remunerações declaradas à Segurança Social estará associado ao aumento do salário mínimo nacional no início do ano, de 530 para 557 euros, a maiores pressões no mercado de trabalho – decorrentes de uma diminuição significativa do desemprego – e, em menor medida, à reposição progressiva dos salários na função pública ao longo de 2016. O dinamismo das remunerações reflete igualmente o aumento significativo do número instrumentos de regulamentação coletiva negociais. Em 2017, este número situou-se em 226, abrangendo 820 mil trabalhadores, o que se traduz em mais 51 novos instrumentos do que em 2016 e mais 70 mil trabalhadores abrangidos.

Gráfico I.5.12 • Criação e destruição de emprego (média anual) | Em percentagem da população ativa



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego). | Nota: A criação de emprego refere-se à média dos fluxos do desemprego e da inatividade para o emprego e a destruição de emprego à média dos fluxos do emprego para o desemprego e a inatividade.

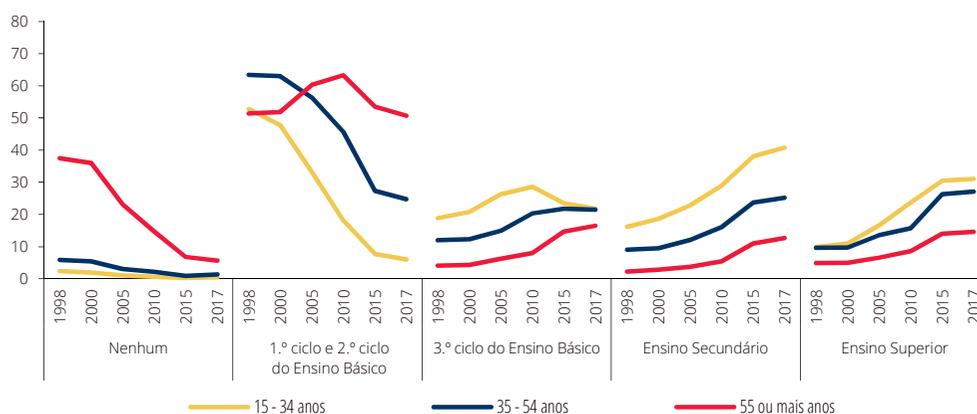
Caixa 7 • Evolução das qualificações da força de trabalho em Portugal

A melhoria das qualificações da força de trabalho em Portugal permanece um desafio importante, num contexto em que a economia portuguesa procura aumentar o seu nível de produtividade. De acordo com a teoria económica, uma força de trabalho mais escolarizada é potencialmente mais produtiva, por exemplo pela acrescida capacidade em adotar novos métodos de produção, em inovar e em desempenhar tarefas em novos setores. Outras teorias sugerem que a educação de um indivíduo sinaliza a sua produtividade, tornando-se um importante determinante na decisão do empregador.

Esta caixa apresenta a evolução das qualificações da população empregada por faixa etária, utilizando os dados do Inquérito ao Emprego, para o período compreendido entre 1998 e 2017, e compara os níveis de escolaridade dos trabalhadores portugueses com os dos restantes países da União Europeia. Finalmente, relaciona-se o valor acrescentado bruto (VAB) por trabalhador (produtividade aparente do trabalho) com as qualificações médias dos trabalhadores nos diferentes setores de atividade.

Ao longo das últimas duas décadas, o mercado de trabalho português registou importantes transformações, sendo de destacar um aumento considerável da escolarização dos trabalhadores em todas as faixas etárias (Gráfico C7.1). Como seria expectável, num contexto de aumento dos níveis de escolaridade obrigatória, este incremento foi mais acentuado entre os trabalhadores mais jovens.

Gráfico C7.1 • Estrutura do emprego por faixa etária e por nível de escolaridade
| Em percentagem



Fontes: Inquérito ao Emprego (1998-2017) e cálculos Banco de Portugal. | Notas: Cada segmento do gráfico apresenta a proporção de trabalhadores que, pertencendo a dada faixa etária nesse ano, possui o nível de qualificação referido.

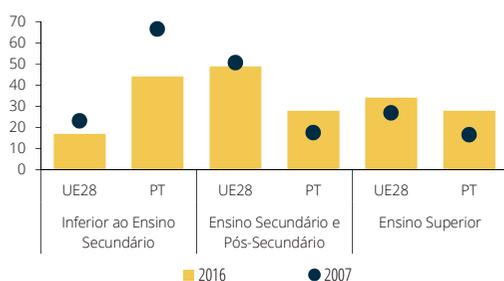
Em 2017 do conjunto de trabalhadores com idades entre 15 e 34 anos a grande maioria completou o Ensino Secundário (40,8%) ou o Ensino Superior (31,1%). É também evidente a redução da proporção de jovens que concluíram apenas o terceiro ciclo do Ensino Básico. Esta trajetória reflete a progressiva alteração da escolaridade obrigatória⁴⁵ e a crescente disponibilidade dos agregados familiares para investir em educação formal.⁴⁶

45. A alteração mais recente aumentou a escolaridade obrigatória de nove para 12 anos de escolaridade ou até o aluno perfazer 18 anos de idade (Lei n.º 85/2009 de 27 de agosto).

46. Para uma discussão mais alargada ver, por exemplo, Portugal, P., Raposo, P. e Reis, H. (2018). "Sobre a distribuição de salários e a dispersão salarial." *Revista de Estudos Económicos Banco de Portugal*, 4(1), 1-14.

Apesar desta evolução, em 2017, do conjunto de trabalhadores com 55 ou mais anos 72,8% detinham um nível de escolaridade inferior ao Ensino Secundário. As grandes diferenças verificadas em termos das qualificações dos trabalhadores explicam também muita da desigualdade na distribuição de rendimentos observada em Portugal.⁴⁷ As tendências verificadas no gráfico C7.1 são consistentes com as observadas nos dados de base microeconómica existentes nos Quadros de Pessoal (1998-2013).

Gráfico C7.2 • Empregados por nível de escolaridade (15 - 64 anos) em Portugal e na UE | Em percentagem



Fonte: Eurostat.

Gráfico C7.3 • Empregados com habilitações inferiores ao Ensino Secundário (15 - 64 anos) em vários países da UE | Em percentagem



Fonte: Eurostat.

Os trabalhadores portugueses registam ainda uma desvantagem educacional face à média dos países da União Europeia (Gráfico C7.2). Apesar da tendência muito positiva, em 2016 os trabalhadores portugueses detinham maioritariamente um nível de escolaridade inferior ao Ensino Secundário (44,1%), enquanto na média da União Europeia este valor corresponde a 16,9%.

Portugal foi o país da União Europeia com maior percentagem de trabalhadores com habilitações inferiores ao Ensino Secundário em 2016 (Gráfico C7.3). Para além disso, foi o segundo país com menor percentagem de trabalhadores detentores de Ensino Secundário e Pós-Secundário e o oitavo país com menor proporção da população empregada com Ensino Superior completo.

O gráfico C7.4 apresenta a estrutura da população empregada em Portugal por setor de atividade. Em 2017, o setor dos serviços apresentou-se destacadamente como o principal empregador (45,2%). Seguidamente, o setor da administração pública, educação, saúde e atividades sociais empregou 23,7% dos trabalhadores em 2017, tendo também crescido face a 1998. Em sentido inverso, a indústria transformadora, a construção e a agricultura, silvicultura e pesca diminuíram o seu peso no emprego face a 1998. Finalmente, os setores da eletricidade e da indústria extrativa empregaram uma pequena fração dos trabalhadores portugueses em 2017, com pesos de 1,1% e 0,3%, respetivamente.

O gráfico C7.5 apresenta a estrutura das qualificações médias dos trabalhadores por setor de atividade. Esta variável foi criada tendo por base um índice sintético para cada nível de escolaridade.

47. Para uma discussão mais alargada veja-se, por exemplo, Carneiro, P. (2014). "A educação em Portugal numa perspetiva comparada: factos e prioridades de política" in *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010* (pp. 313-327). Conjuntura Atual Editora.

Este índice assume o valor 1 caso o trabalhador não possua nenhum nível de ensino completo, 2 caso possua o 1.º ou o 2.º ciclo do Ensino Básico, 3 caso possua o 3.º ciclo do Ensino Básico, 4 no caso de ter concluído o Ensino Secundário e 5 caso possua o Ensino Superior.

Para cada ano e setor de atividade as qualificações médias foram obtidas ponderando cada nível de educação pelo seu respetivo peso em termos de número de trabalhadores.

Gráfico C7.4 • Empregados por setor de atividade | Em percentagem



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego, 1998-2017).

Gráfico C7.5 • Qualificações médias dos trabalhadores por setor de atividade



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego, 1998-2017) e cálculos do Banco de Portugal.

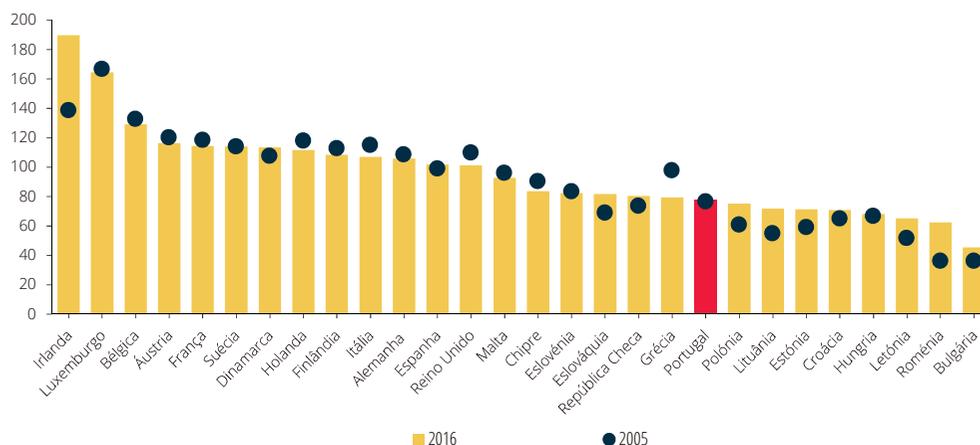
Em 2017 todos os setores de atividade possuíam trabalhadores com qualificações médias superiores às registadas em 1998 (Gráfico C7.5). O setor da administração pública, educação, saúde e atividades sociais detém os trabalhadores com qualificações médias mais elevadas (4,1 em 2017). Seguidamente, surgem os setores dos serviços (3,6 em 2017) e da eletricidade (3,5 em 2017). O setor da agricultura, silvicultura e pesca é aquele que emprega os trabalhadores menos qualificados ao longo de toda a série (2,3 em 2017).

O aumento da escolaridade média dos trabalhadores portugueses não foi ainda suficiente para resolver o problema de baixa produtividade (Gráfico C7.6). Em 2016, a produtividade do trabalho em Portugal foi 22,4% inferior à média da União Europeia, situando-se no segmento inferior da distribuição deste indicador no conjunto dos países membros da UE28.

A relação entre a produtividade e as qualificações dos trabalhadores constitui uma das questões importantes na economia portuguesa (Gráfico C7.7). A disponibilização de bases de dados longitudinais permite analisar variáveis que não estão disponíveis nos dados amostrais do Inquérito ao Emprego, como por exemplo as características do trabalhador e da sua empresa.⁴⁸ No entanto, os dados agregados são igualmente úteis, ajudando a identificar quais os setores de atividade que aumentaram mais a produtividade e as qualificações médias dos seus trabalhadores ao longo do tempo (Gráfico C7.8).

48. Para uma discussão mais alargada veja-se, por exemplo, Portugal, P., Raposo, P. e Reis, H. (2018). "Sobre a distribuição de salários e a dispersão salarial." *Revista de Estudos Económicos Banco de Portugal*, 4(1), 1-14.

Gráfico C7.6 • Produtividade do trabalho por pessoa empregada | União Europeia 28 = 100



Fonte: Eurostat.

Gráfico C7.7 • VAB por trabalhador e qualificações médias dos trabalhadores por ramo de atividade em 2015

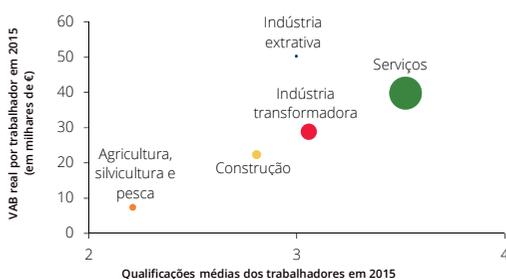
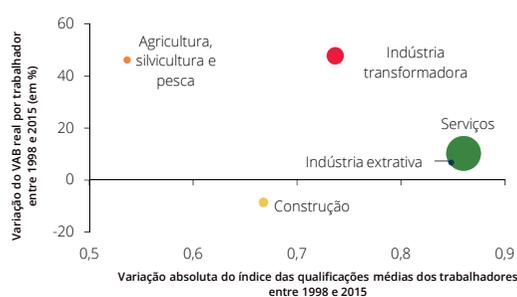


Gráfico C7.8 • Variação do VAB por trabalhador e das qualificações médias dos trabalhadores por ramo de atividade



Fontes: INE e cálculos Banco de Portugal. | Notas: A dimensão de cada círculo representa o peso de cada ramo de atividade no VAB real da economia em 2015. O VAB real foi calculado tendo 2011 como ano base. Não foi incluída a análise do VAB por trabalhador para o setor das administrações públicas, uma vez que a sua medição enfrenta dificuldades metodológicas e estatísticas. O setor da eletricidade não se encontra representado nos gráficos C7.7 e C7.8 devido aos elevados valores assumidos, tanto no VAB real por trabalhador (375,1 mil euros em 2015) como na sua variação (108,4% entre 1998 e 2015).

O Gráfico C7.7 revela uma correlação positiva entre as qualificações médias e a produtividade do trabalho. Entre 1998 e 2015, verificou-se uma evolução globalmente positiva nos principais setores (Gráfico C7.8). Por exemplo, embora os trabalhadores da agricultura, silvicultura e pesca sejam os menos qualificados, registou-se um progresso, ainda que diminuto, na sua escolarização (o índice aumentou 0,54 entre 1998 e 2015). Neste contexto, a produtividade do trabalho neste setor apresentou uma tendência claramente positiva, aumentando 46,1% entre 1998 e 2015.

O setor da construção evidenciou uma diminuição da sua produtividade em termos reais (-8,6% entre 1998 e 2015)⁴⁹ e um progresso limitado nas qualificações dos seus trabalhadores (o índice aumentou 0,67 entre 1998 e 2015).

49. Em termos nominais este setor aumentou a sua produtividade em 57% entre 2000 e 2015 (Gráfico C10.10).

Em síntese, a tendência positiva de aumento da escolaridade dos trabalhadores, mais acentuado nas faixas etárias mais jovens, é ainda insuficiente tendo em conta os níveis de outros países da União Europeia. Refira-se também que não será suficiente expandir o acesso à educação, tornando-se necessário que o sistema de ensino mantenha padrões de qualidade e que transmita as competências relevantes para o mercado de trabalho.⁵⁰

Numa economia global, em que o conhecimento é cada vez mais importante e o crescimento assenta em indústrias tecnologicamente avançadas e na inovação, as baixas qualificações da força de trabalho em Portugal têm de ser colmatadas. Adicionalmente, está demonstrado que as qualificações trazem benefícios não só em termos de crescimento da economia, mas também em termos individuais, via rendimento, acesso ao emprego, melhor saúde e maior capacidade de viver em sociedade.⁵¹

50. Para uma discussão mais alargada ver, por exemplo, Teixeira, P., Cerejeira, J., Simões, M., Sá, C. e Portela, M. (2014). "Educação, economia e capital humano – notas sobre um paradoxo" in *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010* (pp. 329-355). Conjuntura Atual Editora.

51. Para uma discussão mais alargada ver, por exemplo, Figueiredo, H., Portela, M., Sá, C., Cerejeira, J., Almeida, A. e Lourenço, D. (2017). *Benefícios do Ensino Superior*. Fundação Francisco Manuel dos Santos.

Caixa 8 • A evolução recente do desemprego de muito longa duração em Portugal

Um dos elementos mais gravosos da evolução do mercado de trabalho português nos últimos anos tem sido o nível elevado de desemprego de longa duração, que origina uma depreciação acentuada do capital humano, com efeitos adversos no crescimento potencial da economia. Neste contexto, assume particular importância a queda acentuada do desemprego de longa duração em 2017. Este fenómeno foi saliente nos indivíduos desempregados há dois ou mais anos (desemprego de muito longa duração), cujo número registou uma queda de 28,5% em termos médios anuais, contribuindo de forma significativa (-13,2 pp) para a queda de 19,2% do desemprego total no conjunto do ano (Gráfico C8.1).

Gráfico C8.1 • Contributos para a variação da taxa de desemprego por escalões de duração e duração mediana do desemprego | Em percentagem da população ativa e meses

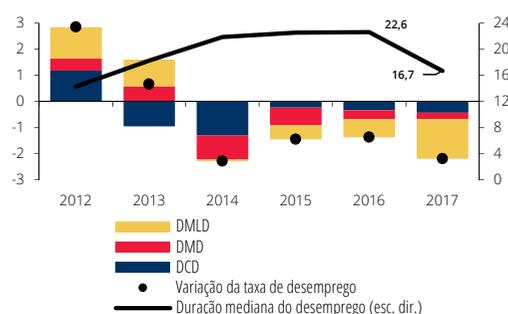
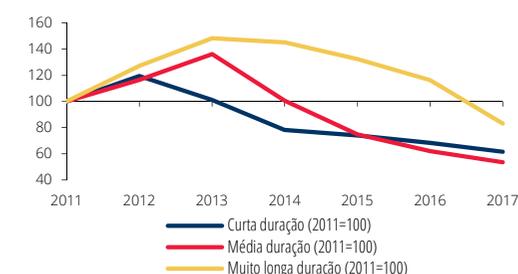


Gráfico C8.2 • Evolução do desemprego por escalões de duração | Índice 2011=100



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desemprego de curta duração (DCD) corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração (DMD) aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração (DMLD) aos desempregados há 24 ou mais meses.

Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desemprego de curta duração corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração aos desempregados há 24 ou mais meses.

Depois de ter registado um aumento significativo no período 2011-2013, a incidência do desemprego de muito longa duração manteve-se elevada até ao primeiro trimestre de 2017, apesar da trajetória de queda do desemprego total iniciada em meados de 2013. Tal contribuiu para o aumento da duração mediana do desemprego que, no final de 2016, se situava em cerca de 23 meses. O gráfico C8.2 compara a evolução do desemprego de muito longa duração com o desemprego de curta duração (indivíduos desempregados há menos de 12 meses) e de média duração (indivíduos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24 meses) desde 2011. É possível observar que tanto o desemprego de curta duração (no início de 2012) como o desemprego de média duração (início de 2013) iniciaram trajetórias de queda consideravelmente antes do desemprego de muito longa duração, para níveis que, no final de 2016, se situavam bem abaixo dos observados no início de 2011. Por seu turno, o desemprego de muito longa duração apenas começou a diminuir significativamente a partir de meados de 2015. No final de 2016, o desemprego de muito longa duração permanecia acima dos níveis observados no início de 2011, representando cerca de metade da totalidade dos desempregados. O perfil de queda do desemprego de muito longa duração tornou-se particularmente marcado a partir do segundo trimestre de 2017, refletindo-se *inter alia* na redução muito significativa da duração mediana do desemprego.

A identificação das principais características dos diferentes escalões de duração do desemprego é particularmente relevante já que estas podem estar associadas a diferentes taxas de transição para o emprego. Por comparação com o desemprego de curta duração e com o desemprego de média duração, o desemprego de muito longa duração apresenta uma percentagem menor de indivíduos com idade abaixo dos 35 anos (Gráfico C8.3), assim como uma percentagem maior de indivíduos sem escolaridade ou com escolaridade ao nível do ensino básico (Gráfico C8.4). Estas características estão tipicamente associadas a taxas de transição para o emprego mais baixas, o que poderá ter contribuído para que a incidência do desemprego de muito longa duração se tivesse mantido elevada até ao início de 2017.

Gráfico C8.3 • Caracterização dos escalões de duração do desemprego por idade em 2016 | Em percentagem dos desempregados em cada escalão

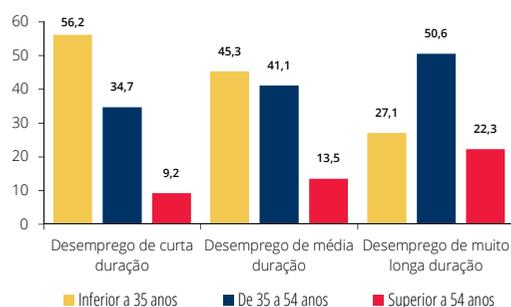
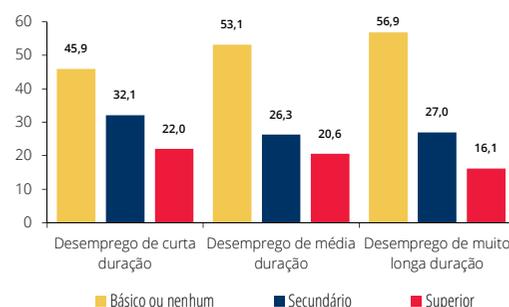


Gráfico C8.4 • Caracterização dos escalões de duração do desemprego por nível de escolaridade em 2016 | Em percentagem dos desempregados em cada escalão



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desemprego de curta duração corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração aos desempregados há 24 ou mais meses.

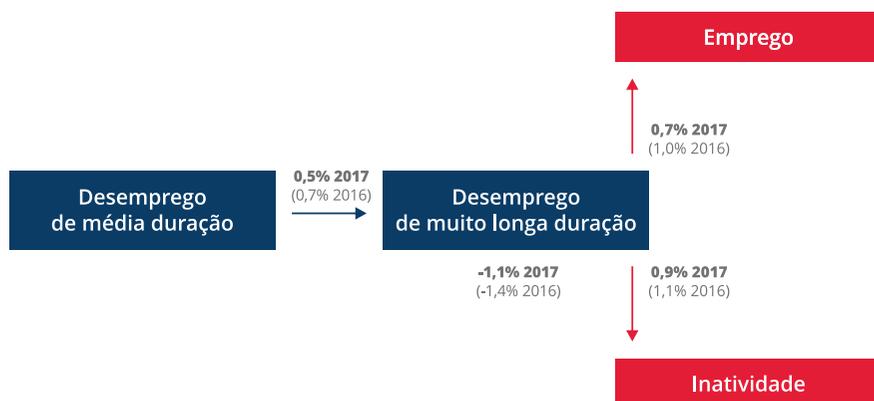
Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desemprego de curta duração corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração aos desempregados há 24 ou mais meses.

A figura C8.1 mostra a variação do número de desempregados de muito longa duração em percentagem da população ativa com base nos fluxos trimestrais em amostra constante, i.e. considerando os 5/6 de respondentes ao Inquérito ao Emprego do INE que se mantêm na amostra em dois trimestres consecutivos. Considerando o fluxo de entrada de desempregados provenientes do desemprego de média duração, assim como os fluxos de saída de indivíduos que transitam para o emprego ou para a inatividade, observa-se uma queda de um 1,1% no número de desempregados de muito longa duração em 2017. Relativamente a 2016, tanto os fluxos de entrada como os fluxos de saída tiveram uma magnitude inferior.

Estes fluxos caracterizam-se por apresentarem algumas diferenças na sua composição por idade, género e nível de escolaridade. O gráfico C8.5 mostra que em 2017 o fluxo de entrada no desemprego de longa duração de indivíduos provenientes do desemprego de média duração foi composto por uma grande percentagem de indivíduos com idade entre os 35 e os 54 anos e com escolaridade abaixo do secundário. No entanto, nos últimos anos, o peso dos indivíduos com baixa escolaridade neste fluxo diminuiu, em contrapartida do aumento da percentagem de indivíduos com ensino superior, verificando-se igualmente um aumento muito significativo do fluxo de indivíduos com idade superior a 54 anos. Por seu turno, o fluxo de saída de desempregados de muito longa duração para a inatividade (Gráfico C8.6) apresentou igualmente uma

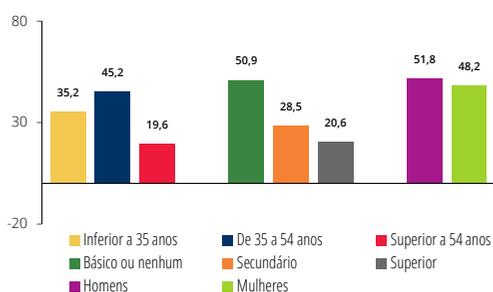
percentagem expressiva de indivíduos com escolaridade abaixo do secundário e com idade acima de 54 anos, assim como um peso do género feminino superior ao masculino. Quando comparado com 2016, o fluxo de 2017 caracteriza-se por uma redução da percentagem de indivíduos com ensino superior e por um aumento do peso dos indivíduos com idade superior a 54 anos.

Figura C8.1 • Contributos para a variação do desemprego de muito longa duração em 2017 e 2016 | Fluxos anuais em percentagem da população ativa



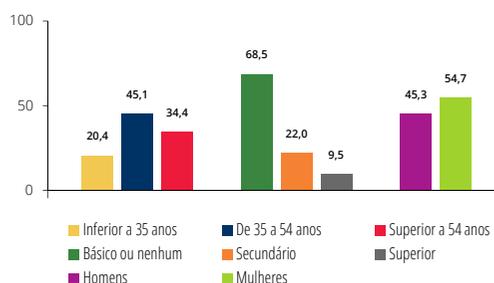
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Com base na média dos fluxos trimestrais em amostra constante (indivíduos que permanecem na amostra em dois trimestres consecutivos). Entre parêntesis encontram-se os valores respeitantes aos fluxos de 2016. O desemprego de curta duração corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração aos desempregados há 24 ou mais meses.

Gráfico C8.5 • Fluxo entre o desemprego de média duração e o desemprego de muito longa duração em 2017 – composição por idade, género e escolaridade | Em percentagem do fluxo total (amostra constante)



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desemprego de curta duração corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração aos desempregados há 24 ou mais meses.

Gráfico C8.6 • Fluxo entre o desemprego de muito longa duração e a inatividade em 2017 – composição por idade, género e escolaridade | Em percentagem do fluxo total (amostra constante)



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desemprego de curta duração corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração aos desempregados há 24 ou mais meses.

Relativamente ao fluxo de desempregados de muito longa duração para o emprego (Gráfico C8.7), este apresentou uma percentagem relativamente elevada de indivíduos com idade inferior a 35 anos. Face a 2016, há a destacar o aumento do peso neste fluxo das mulheres e dos indivíduos com idade abaixo dos 35 anos e acima dos 54 anos, assim como uma redução da percentagem de indivíduos com baixa escolaridade. É de sublinhar que, em 2017, o fluxo de desempregados de muito longa

duração que transitou para o emprego era composto por indivíduos cuja mediana de duração do desemprego se situava em 49 meses (44 meses para o mesmo fluxo em 2016). Este valor é inferior, por exemplo, à duração mediana do desemprego dos indivíduos que no mesmo ano transitaram para a inatividade (52 meses). É igualmente de destacar que a maioria dos indivíduos que estavam desempregados há dois ou mais anos e que em 2017 transitaram para o emprego fizeram-no através da celebração de um contrato com termo (Gráfico C8.8). Importa destacar que o peso dos contratos com termo neste fluxo registou um aumento nos últimos dois anos em contrapartida essencialmente da redução do peso dos contratos de prestação de serviços.

A queda significativa do desemprego de muito longa duração foi um dos traços mais marcantes da evolução do mercado de trabalho português em 2017. Não obstante, o peso do desemprego de muito longa duração no desemprego total é ainda significativo (42% em 2017). A diminuição da elevada prevalência do desemprego de muito longa duração deve assumir um papel central na formulação das políticas de redução do desemprego, sabendo-se do impacto que durações muito prolongadas do desemprego têm na taxa de pobreza, no risco de exclusão social, na incidência de problemas de saúde e no produto potencial da economia.

Gráfico C8.7 • Fluxo entre o desemprego de muito longa duração e o emprego em 2017 – composição por idade, género e escolaridade | Em percentagem do fluxo total (amostra constante)

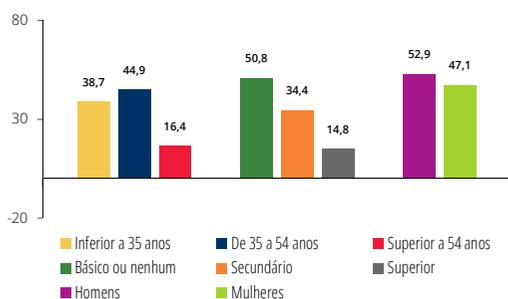
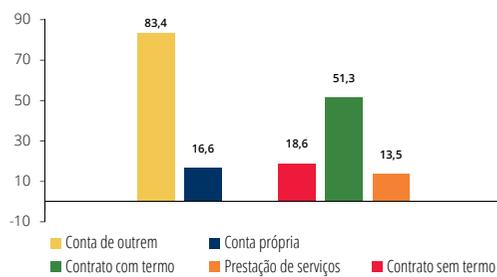


Gráfico C8.8 • Fluxo entre o desemprego de muito longa duração e o emprego em 2017 – composição por tipo de contrato | Em percentagem do fluxo total (amostra constante)



Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desemprego de curta duração corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração aos desempregados há 24 ou mais meses.

Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desemprego de curta duração corresponde aos desempregados há menos de 12 meses; o desemprego de média duração aos desempregados há 12 ou mais meses mas há menos de 24; o desemprego de muito longa duração aos desempregados há 24 ou mais meses.

6 Procura

..... Crescimento do PIB ligeiramente superior ao da área do euro em 2017

Em 2017, a atividade económica em Portugal apresentou um crescimento em volume de 2,7%, após um crescimento de 1,6% em 2016 (Quadro I.6.1). Apesar da recuperação observada desde 2013, a atividade económica em Portugal ainda se encontra 1,3% abaixo do nível observado em 2008.

O atual dinamismo da economia portuguesa é próximo do observado na área do euro (que cresceu 2,5% em 2017). A integração comercial, a mobilidade do trabalho, a proximidade geográfica e cultural são fatores que potenciam a redução das diferenças entre a evolução das economias que compõem uma união monetária. Na última década, a sincronização cíclica entre Portugal e a área do euro permaneceu elevada, quando avaliada pela evolução relativa do ciclo económico. O impacto mais pronunciado da última crise em Portugal levou a um aumento da dispersão dos hiatos do produto em comparação com a área do euro. Em 2017, esta dispersão reduziu-se para níveis comparáveis aos do início da união monetária (Caixa 9).

As alterações demográficas, incluindo os fluxos migratórios, ocorridas em Portugal e noutros países da área do euro nos últimos anos tornam particularmente relevantes as comparações com base na evolução do PIB *per capita* (Capítulo 5). Em 2017, esta variável cresceu 2,9% em Portugal (1,9% em 2016) que compara com 2,2% na área do euro (1,4% em 2016) (Gráfico I.6.1).

No conjunto do ano, o PIB registou um crescimento superior ao do valor acrescentado bruto (VAB) (Gráfico I.6.2). Tal discrepância de crescimento prende-se com a evolução dos impostos líquidos de subsídios, que registaram um crescimento de 6% em 2017 (após 4,6% em 2016).

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

| | % do PIB em 2017 | 2016 | | 2017 | | 2016 | | 2017 | | 2017 | |
|---|------------------|------|------|------|------|------|-----|------|------|------|-----|
| | | 2016 | 2017 | S1 | S2 | S1 | S2 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| PIB | 100,0 | 1,6 | 2,7 | 1,0 | 2,2 | 3,0 | 2,4 | 2,9 | 3,0 | 2,4 | 2,4 |
| Procura interna | 98,9 | 1,6 | 2,8 | 1,1 | 2,1 | 2,7 | 2,9 | 2,7 | 2,8 | 3,4 | 2,4 |
| Consumo privado | 65,4 | 2,1 | 2,3 | 1,7 | 2,4 | 2,2 | 2,3 | 2,4 | 2,0 | 2,6 | 2,1 |
| Consumo público | 18,0 | 0,6 | -0,2 | 1,1 | 0,1 | -0,5 | 0,1 | -0,3 | -0,6 | 0,2 | 0,0 |
| Investimento | 15,5 | 0,8 | 8,5 | -1,4 | 2,9 | 8,8 | 8,2 | 7,4 | 10,1 | 10,4 | 6,2 |
| FBCF | 15,3 | 1,5 | 9,1 | -0,9 | 3,8 | 10,5 | 7,7 | 9,6 | 11,4 | 10,0 | 5,5 |
| Variação de existências ^(a) | | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | 0,1 | -0,3 | -0,2 | 0,1 | 0,1 |
| Exportações | 40,1 | 4,4 | 7,8 | 2,7 | 6,2 | 9,1 | 6,7 | 10,1 | 8,1 | 6,2 | 7,1 |
| Importações | 39,0 | 4,2 | 7,9 | 2,8 | 5,6 | 8,1 | 7,6 | 9,0 | 7,3 | 8,4 | 6,9 |
| Contributo da procura interna líquida de importações ^(b) | | 0,7 | 1,2 | 0,4 | 0,9 | 1,3 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 0,9 |
| Contributo das exportações líquidas de importações ^(b) | | 1,0 | 1,5 | 0,6 | 1,3 | 1,7 | 1,2 | 1,7 | 1,7 | 1,0 | 1,5 |
| <i>Por memória:</i> | | | | | | | | | | | |
| PIB – taxa de variação em cadeia | | | | 0,5 | 1,7 | 1,2 | 1,1 | 0,7 | 0,3 | 0,6 | 0,7 |
| Procura interna (exc. variação de existências) | 98,7 | 1,7 | 2,9 | 1,2 | 2,2 | 3,0 | 2,8 | 3,0 | 3,0 | 3,3 | 2,2 |

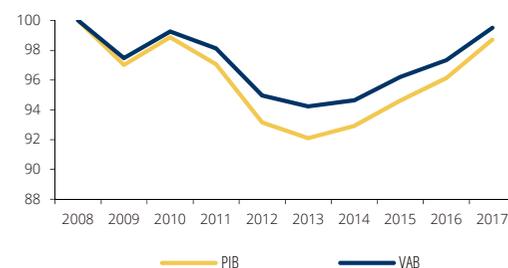
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: (a) Contributos para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais. (b) Contributos para a taxa de variação real do PIB líquidos de importações, em pontos percentuais. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2013. Para mais informações, ver a Caixa “O conteúdo importado da procura global em Portugal”, *Boletim Económico* de dezembro de 2017.

Gráfico I.6.1 • Crescimento do PIB per capita em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e Eurostat.

Gráfico I.6.2 • PIB e VAB em Portugal | Índice 2008 = 100



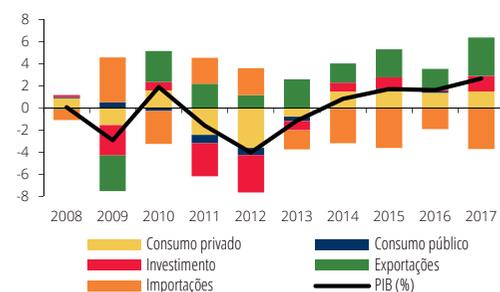
Fonte: INE.

Evolução da atividade assente particularmente na aceleração das exportações de bens e serviços e da formação bruta de capital fixo

A evolução do PIB refletiu, em maior grau, a aceleração das exportações de bens e serviços e da FBCF, em particular da FBCF em construção, e, em menor grau, do consumo privado (Gráfico I.6.3). Considerando os contributos para a taxa de variação anual do PIB, líquidos de conteúdos importados, as exportações aumentaram o seu contributo, de 1 pp para 1,5 pp em 2017. O investimento, depois de um contributo praticamente nulo em 2016, registou um contributo positivo de 0,7 pp em 2017. O consumo privado, por seu turno, registou um contributo de 0,5 pp no conjunto do ano, ligeiramente inferior ao observado em 2016 (Gráfico I.6.4).

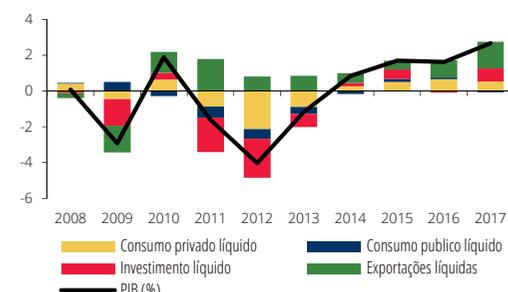
Em termos de perfil intra-anual, a trajetória do PIB caracterizou-se por uma desaceleração na segunda metade do ano. Na primeira metade do ano, a FBCF e as exportações mantiveram uma trajetória de aceleração iniciada no segundo semestre de 2016. Na segunda metade do ano, destaca-se o abrandamento das exportações, ainda que mantendo elevadas taxas de crescimento.

Gráfico I.6.3 • Contributos brutos para a taxa de variação anual do PIB em Portugal | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE.

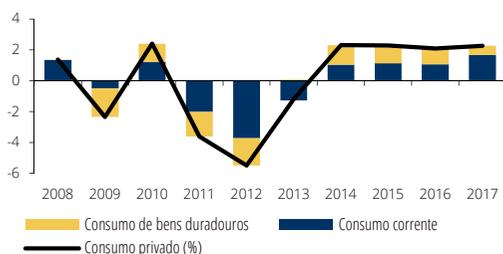
Gráfico I.6.4 • Contributos líquidos para a taxa de variação anual do PIB em Portugal | Em percentagem e pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: os agregados da procura em termos líquidos são obtidos deduzindo uma estimativa do Banco de Portugal das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2013. Para mais informações, ver a Caixa "O conteúdo importado da procura global em Portugal", *Boletim Económico* de dezembro de 2017.

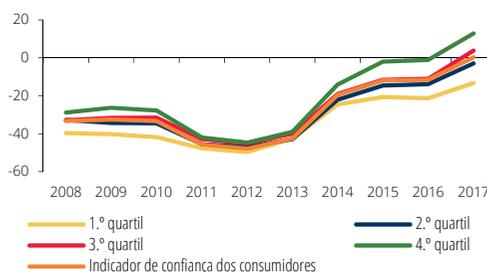
A aceleração do consumo privado de 2,1% para 2,3% em 2017 (Gráfico I.6.5) ocorreu num contexto de melhoria da confiança dos consumidores, transversal a todos os quartis de rendimento (Gráfico I.6.6), a par de melhorias nas condições do mercado de trabalho, nomeadamente o crescimento muito dinâmico do emprego e a redução da taxa de desemprego, num contexto de moderação salarial (Capítulo 5).

Gráfico I.6.5 • Contributos para a taxa de variação anual do consumo privado | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE.

Gráfico I.6.6 • Desagregação do indicador de confiança dos consumidores por quartis de rendimento | Saldo de respostas extremas

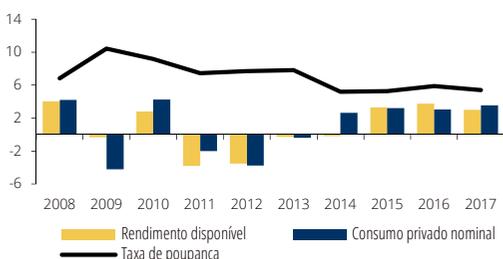


Fonte: Comissão Europeia.

A taxa de poupança situou-se em 5,4% do rendimento disponível em 2017, 0,5 pp inferior à registada em 2016, refletindo um crescimento do consumo privado em termos nominais ligeiramente superior ao do rendimento disponível (3,2% e 3,0%, respetivamente) (Gráfico I.6.7).

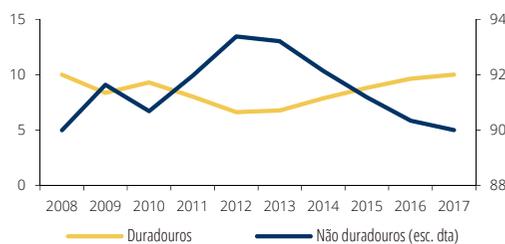
O consumo corrente acelerou em 2017, de 1,2% para 1,9%, representando o maior contributo para o crescimento do consumo privado. Por seu turno, o consumo de bens duradouros desacelerou, mas o seu peso no consumo total voltou a aumentar, situando-se em valores próximos dos registados antes da crise (Gráfico I.6.8). Refira-se a redução do contributo desta componente de 0,7 pp para 0,4 pp, num quadro de forte desaceleração da componente de automóveis face a 2016. Os empréstimos para consumo continuaram a aumentar de forma significativa ao longo de 2017 atingindo em dezembro o valor mais elevado desde meados de 2006 (Capítulo 3).

Gráfico I.6.7 • Taxa de poupança e rendimento disponível das famílias | Taxa de variação em percentagem e taxa de poupança em percentagem do rendimento disponível



Fonte: INE.

Gráfico I.6.8 • Peso das componentes do consumo no consumo final | Em percentagem

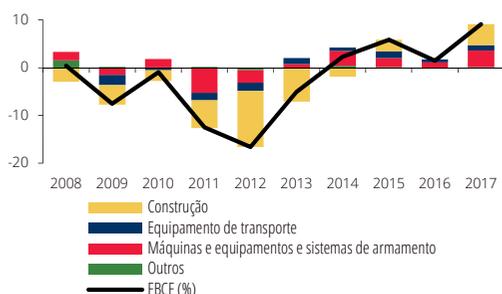


Fonte: INE.

Em 2017, a FBCF cresceu 9,1%, um ritmo muito superior ao de 2016 (1,5%). As várias componentes contribuíram positivamente para aquela aceleração mas foi a FBCF em construção (que cresceu 9,2%, face a -0,3% em 2016) que registou o maior contributo (Gráfico I.6.9). A recuperação do setor da construção surge após um longo período de ajustamento estrutural do setor, acentuado pela crise. Apesar deste forte

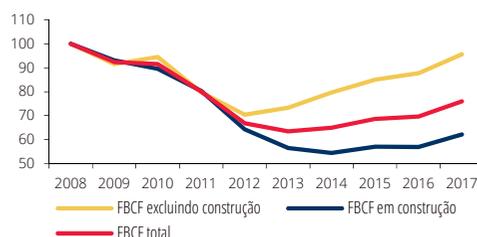
dinamismo, o nível da FBCF em construção permanece muito aquém do nível de 2008 (Gráfico I.6.10).

Gráfico I.6.9 • Contributos para a taxa de variação anual da formação bruta de capital fixo | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE.

Gráfico I.6.10 • Decomposição da FBCF | Índice 2008 = 100



Fonte: INE.

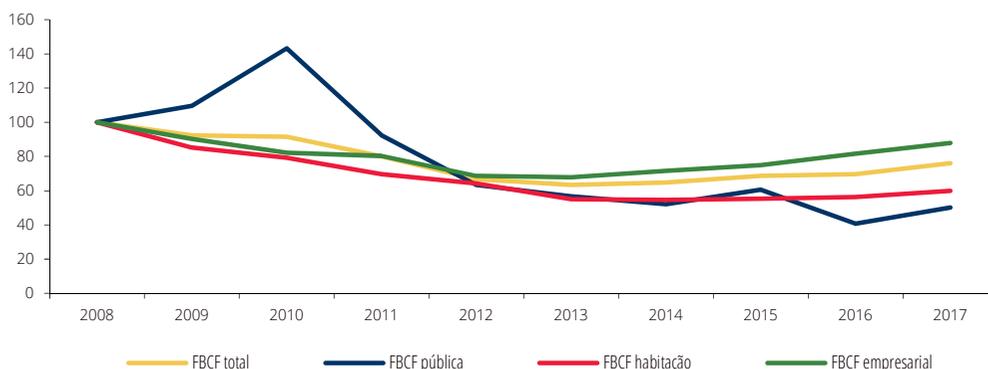
No ano de 2017, o dinamismo registado deveu-se, por um lado, à evolução da construção residencial, que manteve uma trajetória de recuperação, refletindo *inter alia* as condições favoráveis de acesso a financiamento. Em linha com o observado desde 2015, o montante dos novos empréstimos bancários concedidos a particulares para habitação apresentou uma tendência ascendente ao longo de 2017 (Capítulo 3). Por outro lado, refira-se o aumento da procura de habitação por parte de não residentes, o forte crescimento do turismo e das atividades imobiliárias relacionadas, para além da melhoria progressiva do mercado de trabalho.

Também a FBCF em máquinas e equipamentos registou uma forte aceleração em 2017 (de 4,3% no ano anterior para 13,1%). Por seu turno, a FBCF em equipamento de transporte acelerou de 8,4% em 2016 para 14,1% em 2017. O maior crescimento deste tipo de investimento refletiu perspectivas mais favoráveis quanto à evolução da procura global, a manutenção de condições de financiamento favoráveis e a necessidade de recuperação do *stock* de capital. Neste sentido, refira-se, porém, a persistência de baixos níveis de capital por trabalhador, com efeitos diretos na produtividade e no crescimento potencial de longo prazo da economia (Caixa 10).

Por setor institucional, todos os segmentos apresentaram um crescimento em 2017. Enquanto a FBCF empresarial se tem aproximado gradualmente do nível observado antes da crise financeira internacional, a FBCF pública e a FBCF em habitação encontram-se estruturalmente abaixo dos níveis registados em 2008 (Gráfico I.6.11).

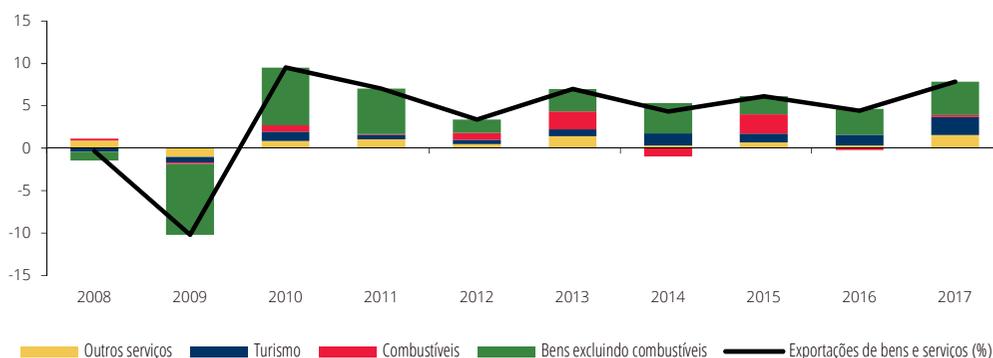
As exportações de bens e serviços em volume cresceram 7,8% em 2017 (4,4% no ano anterior), refletindo o aumento do contributo de todas as principais subcomponentes, sobretudo das exportações de serviços, que registaram uma taxa de variação anual de 10,9%, após 4,3% em 2016 (Gráfico I.6.12). Por um lado, a procura externa dirigida a Portugal retomou o ritmo de crescimento de 2014/15, motivada sobretudo pela aceleração da procura proveniente de parceiros da área do euro (Capítulo 2). Por outro lado, registou-se em 2017 um ganho de quota substancial de Portugal nos mercados externos, superior ao verificado no ano anterior. Este maior ganho de quota esteve, em larga medida, associado ao crescimento extraordinário das exportações de turismo, que aumentaram o seu peso no PIB para cerca de 7%, e de outros serviços relacionados com o turismo (Gráfico I.6.13). Ao nível da quota das exportações de bens, os ganhos em 2017 terão sido inferiores aos registados em 2016, e terão estado mais concentrados em alguns mercados de produto, com destaque para o de material de transporte. Refira-se, neste sentido, o impacto do aumento da produção e das exportações de uma importante unidade industrial do setor automóvel no final de 2017.

Gráfico I.6.11 • FBCF por setor institucional | Índice 2008 = 100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico I.6.12 • Contributos para a taxa de variação anual das exportações de bens e serviços | Em percentagem e pontos percentuais



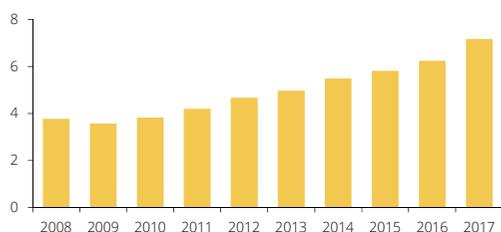
Fonte: INE.

⋮ Ganhos significativos de quota de mercado das exportações portuguesas nos últimos anos

No mercado externo, desde 2008 que os exportadores portugueses têm vindo a ganhar quota. Este desempenho positivo das exportações portuguesas excedeu, em larga medida, o observado noutros países da área do euro (Gráfico I.6.14). Note-se que, no caso português, o crescimento das exportações de bens e serviços traduziu-se em ganhos acumulados de cerca de 20% entre 2008 e 2017.

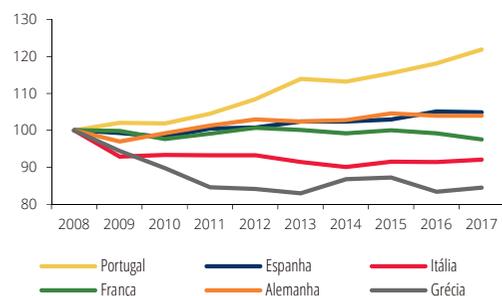
Esta evolução da quota de mercado das exportações portuguesas assume uma natureza estrutural, assente numa reestruturação empresarial que se iniciou ainda antes da crise financeira internacional e que envolveu o encerramento de empresas orientadas para o mercado interno e surgimento de novas empresas orientadas para a exportação e ainda a reconversão de algumas empresas. Estes processos contribuíram para a diversificação do tipo de produtos exportados – que passaram a incorporar maior valor acrescentado – e de destinos geográficos (ver Tema em destaque do *Boletim Económico* de outubro de 2016: “Empresas portuguesas no comércio internacional: alguns factos sobre idade, preços e mercados”). Os fatores de competitividade não-preço têm portanto assumido um papel preponderante no desempenho das exportações portuguesas nos últimos anos.

Gráfico I.6.13 • Peso das exportações de turismo no PIB | Em percentagem



Fonte: INE.

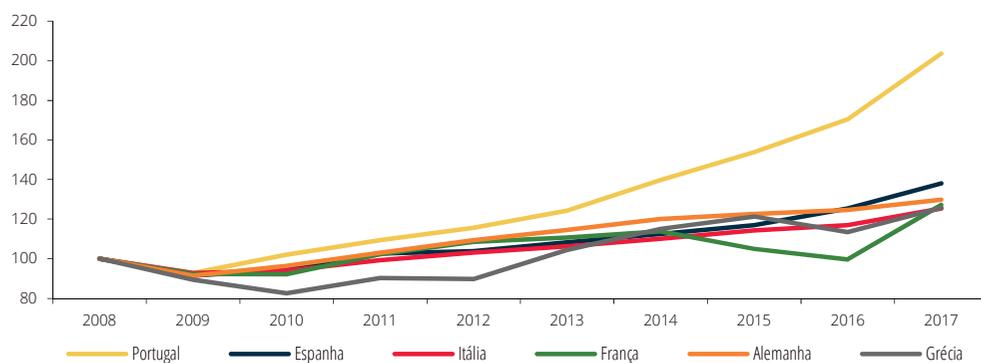
Gráfico I.6.14 • Comparação internacional da quota de mercado das exportações de bens e serviços | Índice 2008 = 100



Fontes: BCE, Eurostat, INE e Reuters. | Nota: a variação da quota de mercado das exportações de bens e serviços para cada país é obtida comparando o crescimento real das exportações de cada país com o crescimento de um indicador de procura externa desse país. O indicador de procura externa de cada país é calculado como a média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais do país (em que cada parceiro é ponderado de acordo com o seu peso nas exportações do país).

O turismo tem-se revelado como um dos setores mais dinâmicos em Portugal. As exportações nominais de serviços de turismo têm apresentado um perfil marcadamente ascendente, que se acentuou em 2017 (Gráfico I.6.15). Esta trajetória é igualmente transversal a um conjunto de parceiros comerciais – incluindo países da Europa do Sul – embora em menor magnitude. Adicionalmente, refira-se a aceleração das exportações nominais de serviços excluindo turismo em 2017, em particular de serviços de transporte.

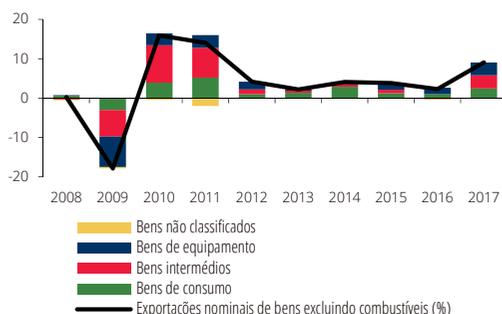
Gráfico I.6.15 • Exportações nominais de serviços de turismo | Índice 2008 = 100



Fonte: Eurostat.

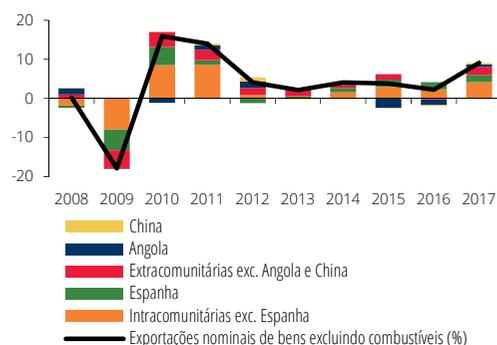
Relativamente às exportações nominais de bens excluindo combustíveis, estas aceleraram de 2,3% para 9,1% em 2017. Tal evolução foi generalizada aos diversos tipos de bens, com destaque para os bens intermédios e bens de equipamento (Gráfico I.6.16). O mercado extracomunitário deu o maior contributo para a aceleração das exportações nominais de bens excluindo combustíveis, com destaque para Angola. Analogamente, parceiros comerciais como a Alemanha, Países Baixos e França foram os principais responsáveis pela aceleração dos fluxos comerciais intracomunitários em 2017 (Gráfico I.6.17).

Gráfico I.6.16 • Contributos dos principais tipos de bens para a taxa de variação anual das exportações nominais de bens excluindo combustíveis | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE.

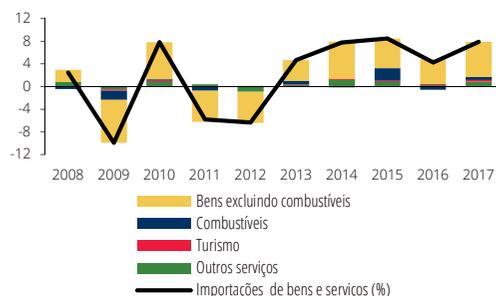
Gráfico I.6.17 • Contributos dos principais mercados para a taxa de variação anual das exportações nominais de bens excluindo combustíveis | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE.

As importações cresceram 7,9% em 2017 em termos reais, face a 4,2% no ano anterior, refletindo em particular o aumento do contributo dos bens excluindo combustíveis (Gráfico I.6.18). Este crescimento das importações em volume superou a evolução da procura global ponderada por conteúdos importados, tal como observado desde 2013, traduzindo-se num aumento da taxa de penetração (Gráfico I.6.19).

Gráfico I.6.18 • Contributos para a taxa de variação anual das importações de bens e serviços | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: INE.

Gráfico I.6.19 • Importações e procura global ponderada por conteúdos importados | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: (a) a penetração das importações avalia o crescimento das importações de bens e serviços face ao crescimento da procura global. Um aumento indica um ganho de quota de mercado na produção nacional por parte dos produtores estrangeiros. (b) O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2013. Para mais informações, ver a Caixa "O conteúdo importado da procura global em Portugal", *Boletim Económico* de dezembro de 2017.

Em 2017, tanto o deflator das exportações, como o das importações registaram um aumento, após um período de quedas sucessivas observadas desde 2013. Esta evolução no ano de 2017 esteve associada não só à componente energética, mas também às restantes componentes, traduzindo-se numa variação quase nula dos termos de troca neste ano (Caixa 11).

Caixa 9 • Sincronização cíclica entre Portugal e a área do euro na última década

A sincronização dos ciclos económicos é um tema fulcral de análise económica e um requisito de uma área monetária ótima.⁵² Esta caixa avalia o grau de sincronização entre os ciclos de Portugal e da área do euro na última década, um período marcado pela crise financeira internacional e pela crise das dívidas soberanas.⁵³

A análise baseia-se em indicadores que permitem avaliar o comovimento entre os ciclos económicos e indicadores que medem a sua amplitude relativa, os quais permitem posicionar a economia portuguesa perante os restantes Estados-Membros da área do euro, com destaque para a evolução conjunta de Portugal, Alemanha, Espanha e França.

O ciclo económico é medido pelo hiato do produto, o qual corresponde à diferença percentual entre o PIB e o produto potencial. Utilizam-se os dados anuais referentes ao período entre 1999 e 2017 da Comissão Europeia (CE), Fundo Monetário Internacional (FMI) e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). Estas metodologias assentam na utilização de uma função de produção. Apresentam-se também os resultados para o hiato do produto obtidos com uma metodologia que se baseia num filtro estatístico multivariado (Modelo Q). As divergências entre os diferentes hiatos residem nas diferentes estimativas para o produto potencial.⁵⁴

O gráfico C9.1 apresenta coeficientes de correlação entre hiatos do produto de Portugal (PT) e da área do euro (AE), os quais podem oscilar entre -1 e +1. Valores próximos de 1 traduzem situações em que aumentos do hiato do produto em Portugal estão linearmente associados a aumentos do hiato na área do euro, enquanto valores negativos perto de -1 estão associados, pelo contrário, a reduções do hiato do produto na área do euro. Um valor nulo implica a inexistência de qualquer associação. Na década terminada em 2017 a correlação situa-se acima de 0,7 em todas as bases de dados. Este resultado sugere, em geral, uma evolução relativamente síncrona. Em comparação com a década terminada em 2008, os resultados apresentam um aumento da correlação cíclica, exceto na base de dados do FMI. Os resultados do Modelo Q sugerem sempre uma elevada sincronia. A correlação obtida com base nas estimativas da OCDE é particularmente baixa na década terminada em 2008.

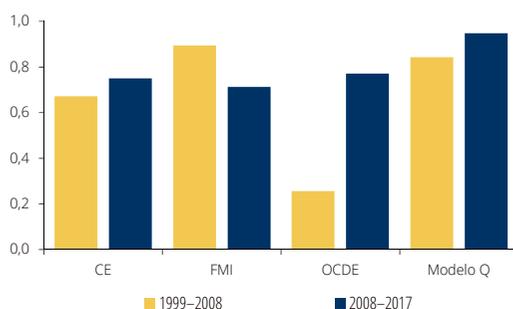
52. Ver Mundell, R., 1961, "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51 (4), 657-665.

53. Para uma avaliação focada no período anterior a 2007 ver Banco de Portugal, 2008, "Sincronização cíclica entre Portugal e a área do euro", Caixa 3.1 do *Relatório Anual* do Banco de Portugal de 2007, 83-87.

54. A metodologia subjacente ao Modelo Q pode ser consultada em Maria, J. 2016, "Portugal: Tendências, ciclos e instabilidade no produto e no desemprego durante 2008–2012", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, 2 (3), 21-34. Uma diferença significativa em relação às restantes metodologias (CE, FMI e OCDE) reside nas restrições operacionais que condicionam o cálculo dos hiatos do produto. Estes são estimados simultaneamente em Portugal e na área do euro e estão sujeitos a restrições comuns em Maria (2016), entre as quais a existência de uma única taxa de juro real de longo prazo, um crescimento de longo prazo idêntico e uma âncora de inflação de 2% determinada pelo Banco Central Europeu. Outra característica distintiva desta abordagem assenta na hipótese do hiato na área do euro condicionar operacionalmente a lei de movimento do hiato em Portugal, sendo que o condicionamento no sentido inverso não se verifica. As incertezas em torno das estimativas para o produto potencial foram abordadas no Tema em destaque "Produto potencial: desafios e incertezas", do *Boletim Económico* do Banco de Portugal, dezembro de 2017.

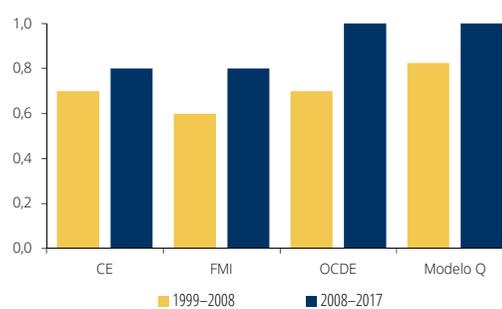
O gráfico C9.2 apresenta um indicador de concordância cíclica, o qual pode variar entre 0 e 1. Um valor igual a 1 traduz uma situação em que os hiatos do produto, na amostra utilizada, são sempre simultaneamente positivos, ou negativos, nas duas regiões. O valor mínimo implica a inexistência de qualquer simultaneidade.⁵⁵ Os resultados sugerem uma elevada simultaneidade de hiatos positivos e negativos durante a última década, atingindo em alguns casos o limite máximo do indicador. Em relação ao período terminado em 2008, a sincronia aumentou em todas as bases de dados.⁵⁶

Gráfico C9.1 • Correlação com a área do euro



Fontes: Banco de Portugal, CE, INE, FMI e OCDE. | Nota: Cálculos com base em hiatos do produto nos dez anos que precederam 2008 e 2017.

Gráfico C9.2 • Concordância cíclica com a área do euro



Fontes: Banco de Portugal, CE, INE, FMI e OCDE. | Nota: Cálculos com base em hiatos do produto nos dez anos que precederam 2008 e 2017.

Os gráficos C9.3 e C9.4 posicionam a economia portuguesa perante os restantes países da área do euro em 2017. O gráfico C9.3 apresenta o coeficiente de correlação na última década entre os hiatos do produto de cada Estado-Membro e os hiatos da área do euro, enquanto o gráfico C9.4 apresenta o coeficiente de correlação perante o caso português. Os resultados posicionam Portugal perto de países que também registaram períodos recessivos significativos, tais como o Chipre (CY), Espanha (SP) ou Itália (IT).

Os indicadores acima utilizados são adequados para avaliar o comovimento dos ciclos económicos, mas não necessariamente a evolução da amplitude relativa dos hiatos do produto em Portugal e na área do euro. O grau de associação contemporânea ou de coincidência de valores positivos ou negativos pode ser muito elevado sem que a amplitude dos ciclos económicos seja similar. Esta avaliação requer a utilização de medidas de dispersão relativa ou de discrepância cíclica.

55. O indicador está definido como $CONCOR_t = 1/T \sum_{t=1}^T [C_t^{PT} C_t^{AE} + (1 - C_t^{PT})(1 - C_t^{AE})]$, onde $C_t^x = 1$ se o hiato do produto no país x for positivo e $C_t^x = 0$ se for negativo. As regiões x correspondem a PT ou à AE. Ver Harding, D., and A. Pagan, 2002, "A Comparison of Two Business Cycle Dating Methods," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 27 (9), 1681-1690.

56. Ver Franks, J., B. Barkbu, R. Blavy, W. Oman e H. Schoelermann (2018), "Economic Convergence in the Euro Area: Coming Together or Drifting Apart?", *IMF Working Paper*, WP/18/10. Os autores reportam um aumento da concordância cíclica média de Portugal, em relação à quase totalidade dos restantes países da área do euro, nomeadamente entre o primeiro trimestre de 1999 e o primeiro trimestre de 2007 e, por outro lado, o segundo trimestre de 2007 e o primeiro trimestre de 2015. O ciclo económico é medido com recurso ao filtro de Christiano-Fitzgerald.

Gráfico C9.3 • Correlação com a área do euro na década terminada em 2017

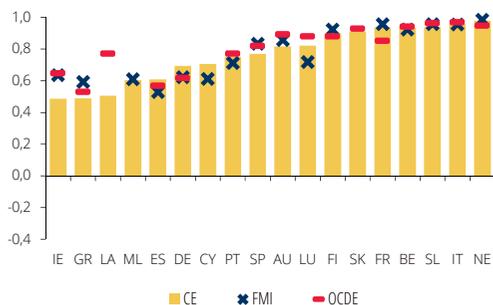
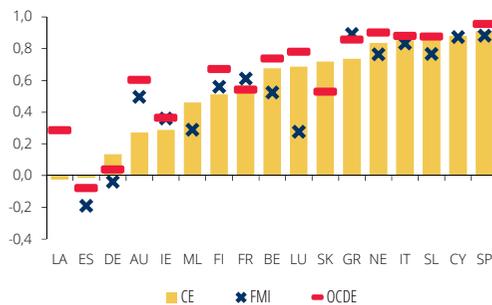


Gráfico C9.4 • Correlação com Portugal na década terminada em 2017



Fontes: CE, INE, FMI, OCDE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Cálculos com base em hiatos do produto nos dez anos que precederam 2017. Os resultados estão ordenados pelos resultados obtidos com a base de dados da CE. Os países estão identificados da seguinte forma: Áustria (AU); Bélgica (BE); Chipre (CY); Alemanha (DE); Estónia (ES); Finlândia (FI); França (FR); Grécia (GR); Irlanda (IE); Itália (IT); Letónia (LA); Luxemburgo (LU); Malta (ML); Países Baixos (NL); Portugal (PT); Eslováquia (SK); Eslovénia (SL) e Espanha (SP).

Fontes: CE, INE, FMI, OCDE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Cálculos com base em hiatos do produto nos dez anos que precederam 2017. Os resultados estão ordenados pelos resultados obtidos com a base de dados da CE. Os países estão identificados da seguinte forma: Áustria (AU); Bélgica (BE); Chipre (CY); Alemanha (DE); Estónia (ES); Finlândia (FI); França (FR); Grécia (GR); Irlanda (IE); Itália (IT); Letónia (LA); Luxemburgo (LU); Malta (ML); Países Baixos (NL); Portugal (PT); Eslováquia (SK); Eslovénia (SL) e Espanha (SP).

O gráfico C.9.5 apresenta um indicador de dispersão cíclica, medido pelo rácio entre o desvio-padrão do hiato do produto em Portugal e na área do euro. Um aumento da dispersão cíclica implica que a volatilidade do ciclo económico se tornou mais acentuada em Portugal do que na área do euro, o que tanto pode estar associado a um aumento mais expressivo do desvio-padrão do hiato do produto em Portugal como a uma diminuição mais acentuada na área do euro.⁵⁷ Os resultados indicam que a dispersão cíclica aumentou na década terminada em 2017, em comparação com os resultados obtidos no período anterior. Este resultado é consistente com a interpretação de que a crise financeira internacional e das dívidas soberanas terá produzido efeitos mais acentuados em Portugal do que no conjunto da área do euro. Os resultados obtidos com o Modelo Q ilustram a circunstância de que uma correlação perto do limite máximo do indicador não implica necessariamente uma dispersão idêntica e constante nas duas regiões.⁵⁸ O resultado obtido com as estimativas de CE constitui uma exceção.

O gráfico C9.6 apresenta o indicador de discrepância cíclica entre duas regiões, o qual é sempre nulo ou negativo. No caso de os hiatos do produto serem sempre iguais nas duas regiões, obtém-se um valor nulo. Quanto mais negativo o indicador, maior a diferença entre os hiatos do produto das regiões analisadas, neste caso Portugal e a área do euro.⁵⁹ Os resultados sugerem uma menor sincronia na última década, em comparação com o período anterior. Esta evolução

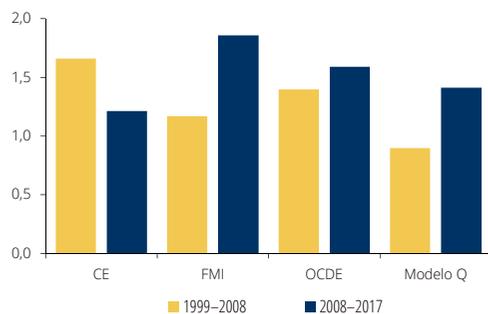
57. Este indicador, definido como $DISP-T_t = \left[\frac{\sum_{i=1}^T (C_t^{PT} - \bar{C}_T^{PT})^2}{\sum_{i=1}^T (C_t^{AE} - \bar{C}_T^{AE})^2} \right]^{1/2}$, é sempre positivo e não está limitado superiormente. Note-se que C_t^x é o hiato do produto na região x no ano t e que \bar{C}_T^x representa o valor médio.

58. Ver Belke *et al.*, 2017.

59. Este indicador está definido com $DISC_t = -1/T \sum_{i=1}^T |C_t^{PT} - C_t^{AE}|$. Ver Franks *et al.* (2018) e Cesa-Bianchi, A., J. Imbs, and J. Saleheen (2015), "Finance and Synchronization," *CEPR Discussion Paper No. DP11037*. Estes autores calcularam este indicador com base em taxas de crescimento do PIB.

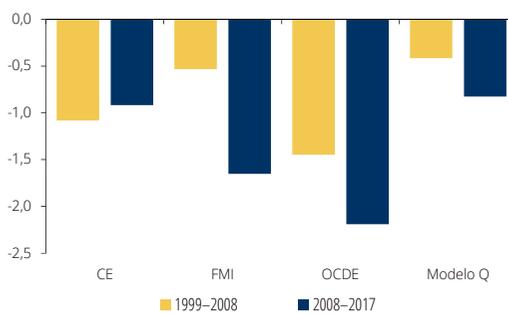
está condicionada, em geral, por hiatos mais negativos em Portugal do que na área do euro. Tal como na avaliação da dispersão cíclica, o resultado obtido com as estimativas de CE constitui uma exceção. Refira-se que os valores anuais entre 1999 e 2017 são muito voláteis e dependem das bases de dados utilizadas.⁶⁰

Gráfico C9.5 • Dispersão cíclica em relação à área do euro



Fontes: CE, INE, FMI, OCDE e Banco de Portugal. | Nota: Cálculos com base em hiatos do produto nos dez anos que precederam 2008 e 2017.

Gráfico C9.6 • Discrepância cíclica em relação à área do euro



Fontes: CE, INE, FMI, OCDE e Banco de Portugal. | Nota: Cálculos com base em hiatos do produto nos dez anos que precederam 2008 e 2017.

Finalmente, a evolução da dispersão na área do euro é avaliada pelo comportamento do desvio-padrão dos hiatos dos Estados-Membros em cada momento do tempo.⁶¹

O gráfico C9.7 apresenta o desvio-padrão dos hiatos do produto de todos os países da área do euro, excluindo a Grécia, o qual é calculado para cada ano.⁶² Os resultados indicam que a dispersão aumentou de forma muito acentuada até 2013 em todas as bases de dados, refletindo em parte o impacto diferenciado da crise financeira internacional e da crise das dívidas soberanas, assim como os diferentes ritmos de recuperação subsequentes. Em 2017, no entanto, a dispersão regressou a níveis comparáveis aos registados em 1999.

O gráfico C9.8 incide exclusivamente sobre a dispersão entre os hiatos do produto de Portugal e dos principais parceiros comerciais da economia portuguesa na área do euro, nomeadamente a Alemanha, Espanha e França.⁶³ Em contraste com os resultados obtidos no gráfico C9.7, a dispersão máxima situou-se em 2007, em todas as bases de dados, ou seja no período anterior à crise financeira internacional. Os resultados obtidos para 1999 e 2017 permanecem, ainda assim, relativamente próximos.

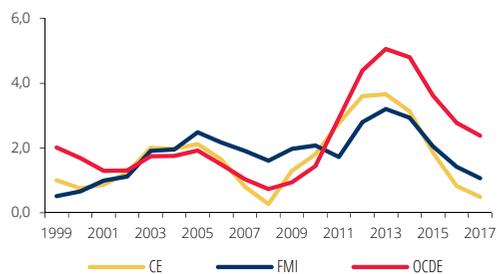
60. Belke *et al.* (2017) reportam resultados empíricos que também sugerem uma redução de sincronia. Os autores concluem que o grupo de países periféricos da área do euro, no qual se encontra Portugal, registou uma menor sincronização desde 2008, em relação aos países designados core (entre os quais se encontra a Alemanha ou a França). O ciclo económico é medido com recurso ao filtro de Hodrick-Prescott.

61. Este indicador está definido como $DISP-N_t = \left[\sum_{n=1}^N (C_t^n - \bar{C}_t^N)^2 \right]^{1/2}$, onde C_t^n indica o hiato do produto do país n no período t , e \bar{C}_t^N representa a média amostral dos N países considerados (no ano t).

62. Os resultados excluem a Grécia devido ao comportamento muito diferenciado do ciclo económico deste país. Em 2017, a OCDE, CE e o FMI estimam hiatos do produto negativos de -11%, -8% e -4%, respetivamente.

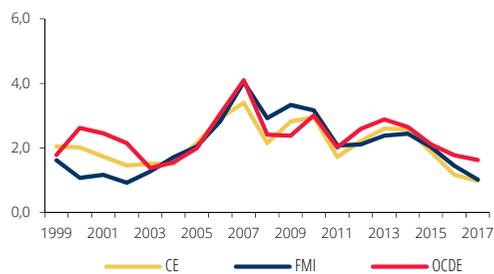
63. Em 2017, estes países representam cerca de 50% das exportações e de 53% das importações de mercadorias de Portugal.

Gráfico C9.7 • Dispersão cíclica nos países da área do euro



Fontes: CE, INE, FMI, OCDE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Desvio-padrão de hiato do produto de países da área do euro (exclui a Grécia).

Gráfico C9.8 • Dispersão cíclica entre Alemanha, Espanha, França e Portugal



Fontes: CE, INE, FMI, OCDE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Desvio-padrão de hiato do produto de Alemanha, França, Espanha e Portugal.

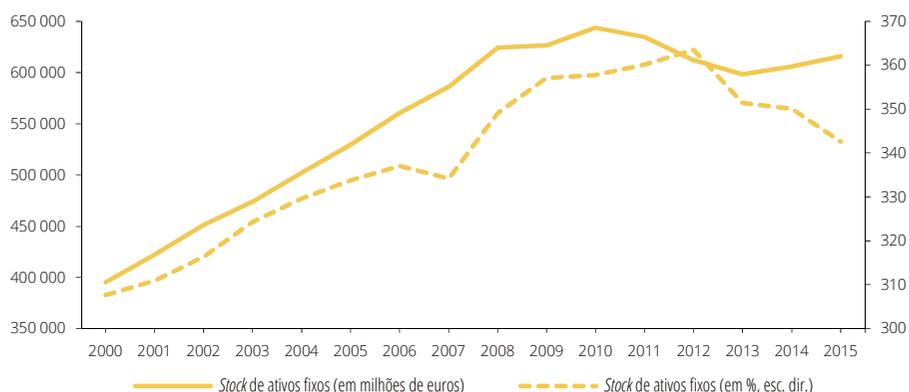
Os resultados apresentados nesta caixa baseiam-se em estimativas para o produto potencial e para o hiato do produto, cuja quantificação está rodeada de elevada incerteza. Não obstante, alguns traços robustos emergem da análise. A sincronia entre a economia portuguesa e a economia da área do euro permaneceu relativamente elevada na última década. Esta interpretação decorre da evolução conjunta dos hiatos do produto e da presença simultânea de hiatos positivos e negativos em Portugal e na área do euro. Por seu turno, a maior volatilidade e amplitude do ciclo económico em Portugal na última década repercutiram-se negativamente nos indicadores de dispersão e discrepância analisados. Em 2017, ainda assim, a dispersão dos hiatos do produto reduziu-se para níveis comparáveis aos registados em 1999, quer entre todos os Estados-Membros (excluindo a Grécia), quer entre a Alemanha, Espanha, França e Portugal.

Caixa 10 • Stock de capital na economia portuguesa

A evolução do *stock* de capital constitui uma das questões importantes na economia portuguesa. Esta variável é afetada pela dinâmica da formação bruta de capital fixo e, tal como definido nos modelos de crescimento económico, influencia o nível da produtividade do trabalho. O INE disponibilizou pela primeira vez, em novembro de 2017, as séries do *stock* de capital da economia portuguesa para o período compreendido entre 2000 e 2015. Esta caixa apresenta algumas estatísticas descritivas sobre a estrutura do *stock* de capital por tipo de bem, setor institucional e setor de atividade. Adicionalmente, a caixa procura relacionar o *stock* de ativos fixos por trabalhador (coeficiente de intensidade capitalística) com o valor acrescentado bruto (VAB) por trabalhador (produtividade aparente do trabalho) nos diferentes setores de atividade.

O *stock* de ativos fixos da economia portuguesa foi cerca de 616 mil milhões de euros em 2015, o que corresponde a aproximadamente 343% do PIB, tendo ocorrido um crescimento nominal de 55,9% entre 2000 e 2015. No entanto, esta variação não foi linear (Gráfico C10.1). Até 2010, assistiu-se a um crescimento contínuo no nível do *stock* de ativos fixos, registando-se um valor de aproximadamente 358% do PIB nesse ano. No período 2011 a 2013, o investimento não foi suficiente para compensar a depreciação do capital instalado, verificando-se uma contração de 7,2%. Finalmente, no período 2014 e 2015, observou-se uma recuperação ligeira de 1,5% ao ano.

Gráfico C10.1 • Evolução do *stock* de ativos fixos da economia portuguesa | Em milhões e em percentagem do PIB



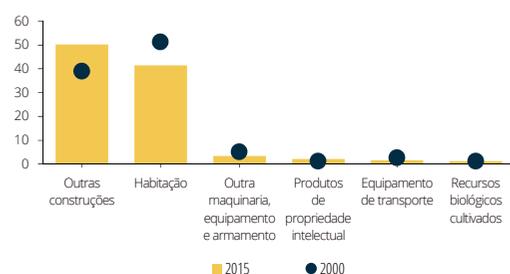
Fontes: INE e cálculos Banco de Portugal. | Notas: Os valores do *stock* de ativos fixos em percentagem do PIB foram obtidos através do rácio entre o *stock* de ativos fixos e o PIB, ambos a preços correntes.

O gráfico C10.2 apresenta a estrutura do *stock* de ativos fixos por tipo de bem na economia portuguesa. O peso da construção (habitação e outras construções) destaca-se claramente, o que reflete a maior longevidade destes ativos. Entre 2000 e 2015, o peso deste agregado no total aumentou cerca de 1,6 pp, mas com alterações importantes no peso de cada uma das subcomponentes. Enquanto a habitação diminuiu 9,7 pp, as outras construções aumentaram 11,3 pp entre 2000 e 2015. Note-se que a predominância da construção no *stock* de ativos fixos é comum à generalidade dos países para os quais existe informação no Eurostat. Em 2015, Portugal foi o país que registou o maior peso da construção no *stock* de ativos fixos com 91,7% (41,5% relativos à habitação e 50,2% relativos às outras construções). Em segundo lugar surge a França, com um rácio de 85,7% em 2015 (59% relativos à habitação e 26,8% relativos às outras construções). O menor peso da construção no *stock* de ativos fixos em 2015 foi apresentado pela Suécia com 75,3% (37,2% relativos à habitação e 38% relativos às outras construções). Assim, Portugal compara desfavoravelmente com os outros países europeus. De uma forma geral,

a construção apresenta um retorno, medida pelo valor dos serviços prestados, menor do que a maquinaria ou outros ativos com uma maior incorporação tecnológica. Neste sentido, refira-se também que os ativos de propriedade intelectual, que se relacionam com os processos de inovação e com os resultados da investigação e desenvolvimento, representavam apenas 2,2% do total de ativos fixos da economia portuguesa em 2015.⁶⁴ Dos 22 países para os quais existe informação no Eurostat, o valor mediano para o peso dos produtos de propriedade intelectual no *stock* de ativos fixos em 2015 foi de 3,2%. Os países que apresentaram um maior peso no total do *stock* de ativos fixos foram a Suécia (8,1%) e a Dinamarca (7,5%), enquanto o país com menor peso foi a Letónia (1,2%). Portugal foi o quarto país com menor peso dos produtos de propriedade intelectual no *stock* de ativos fixos em 2015, situando-se abaixo da média (3,9%).

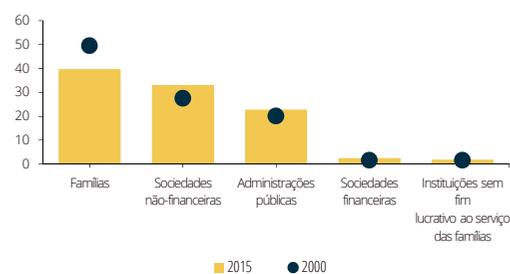
O gráfico C10.3 apresenta a estrutura do *stock* de ativos fixos da economia portuguesa por setor institucional. Apesar da tendência decrescente, o setor das famílias é aquele que apresenta o maior peso relativo com 39,7% em 2015, o que corresponde a menos 9,8 pp do que no início da série. Em 2015, o peso das famílias no segmento da habitação e outras construções foi de 92,9%, sendo a quase totalidade relativa à habitação. Para além disso, as famílias detinham 64,9% do *stock* de recursos biológicos cultivados em 2015. O peso das sociedades não financeiras no *stock* de capital registou uma tendência crescente ao longo da série alcançando um peso de 33,1% em 2015 que compara com 27,5% em 2010. Em 2015, este setor institucional detinha 83% do *stock* de equipamentos de transporte; 75,9% do *stock* de outra maquinaria, equipamento e sistemas de armamento e 57,8% do *stock* de produtos de propriedade intelectual. Também as administrações públicas detêm uma parte importante do *stock* de ativos fixos da economia portuguesa, com 22,8% em 2015. O peso deste setor foi de 44% no *stock* da construção (37,1% relativos a outras construções) e de 32,5% no *stock* de produtos de propriedade intelectual em 2015.

Gráfico C10.2 • Estrutura do *stock* de ativos fixos por tipo de bem | Em percentagem do *stock* de ativos fixos da economia



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico C10.3 • Estrutura do *stock* de ativos fixos por setor institucional | Em percentagem do *stock* de ativos fixos da economia



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

A terceira dimensão de análise corresponde à distribuição do *stock* de ativos fixos para os diferentes setores de atividade (Gráfico C10.4). O setor dos serviços imobiliários apresenta o valor mais elevado, o que resulta das suas características particulares. Sendo este o setor que produz os serviços de habitação, todo o *stock* de residências existente na economia é aí considerado. Esta situação é semelhante à observada na maioria dos países para os quais existe informação. Em segundo lugar, o setor que engloba a administração pública, educação, saúde e atividades sociais detinha 21,1% do *stock* de ativos fixos da economia em 2015.

64. Para mais detalhes, ver o destaque do INE "O *stock* de capital correspondia a 343% do PIB em 2015" de 24 de novembro de 2017.

Tal como seria de esperar, os ramos de atividades associados à prestação de serviços surgem com o menor peso no total do *stock* de capital, uma vez que os ativos fixos que lhe estão associados possuem uma vida útil muito inferior à das residências e das infraestruturas utilizadas em atividades como a educação, a saúde, a indústria transformadora e a produção de energia.

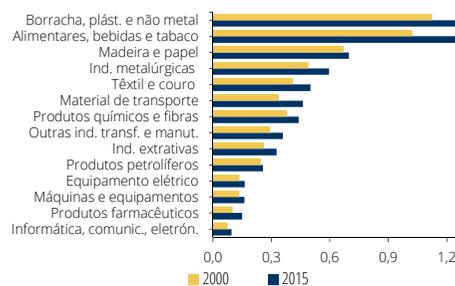
No conjunto da indústria, a fabricação de artigos de borracha, matérias plásticas e outros produtos minerais não metálicos, bem como as indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco apresentam os maiores pesos relativos no *stock* total de ativos fixos da economia portuguesa em 2015, com valores de aproximadamente 1,3% (Gráfico C10.5).

Gráfico C10.4 • Estrutura do *stock* de ativos fixos por setor de atividade | Em percentagem do *stock* de ativos fixos da economia



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico C10.5 • Estrutura do *stock* de ativos fixos por ramo da indústria | Em percentagem do *stock* de ativos fixos da economia



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

O gráfico C10.6 apresenta o *stock* de ativos fixos em percentagem do PIB para alguns países da União Europeia, incluindo Portugal. No entanto, a comparação internacional deve ser feita com precaução. No caso português, as estimativas do INE para o *stock* de ativos fixos baseiam-se na soma ponderada dos fluxos de investimento passados e assumem que a amortização anual do ativo é constante, ou seja, o valor do ativo encontra-se totalmente amortizado quando este atinge o horizonte de vida útil considerado.⁶⁵

Portugal encontra-se no segmento superior da distribuição do *stock* de ativos fixos em percentagem do PIB (Gráfico C10.6). Adicionalmente, a economia portuguesa apresenta baixos níveis de capital por trabalhador (Gráfico C10.7), com um valor próximo de 135 mil euros em 2015, o que corresponde a um incremento de aproximadamente 56 mil euros face a 2000. A posição assumida pela economia portuguesa nos gráficos C10.6 e C10.7 relaciona-se com o facto de Portugal se encontrar entre os seis países com menor PIB por trabalhador, de entre os 20 países considerados, em 2015.

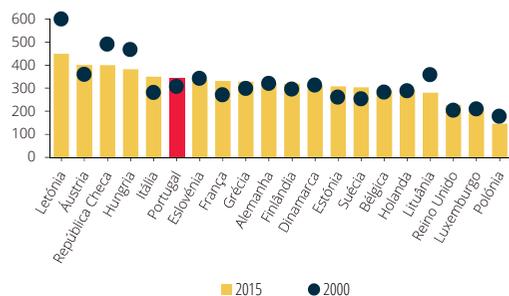
Na verdade, o elevado peso da habitação e o reduzido nível de capital por trabalhador condiciona a produtividade e limita o nível do produto, ou seja, o rácio do *stock* de ativos fixos no PIB é relativamente elevado devido, em larga medida, ao reduzido denominador.

A relação positiva entre o *stock* de ativos fixos por trabalhador e o VAB por trabalhador é visível quando se observam os vários setores de atividade (Gráfico C10.8). No entanto, o setor que mais contribui para o VAB da economia em 2015 (transportes, armazenagem, alojamento e restauração) não é o que apresenta o maior *stock* de ativos fixos e VAB por trabalhador. Nos vários ramos da indústria, a correlação positiva entre o coeficiente de intensidade capitalística e a produtividade

65. Para mais detalhes, ver o destaque do INE "O *stock* de capital correspondia a 343% do PIB em 2015" de 24 de novembro de 2017.

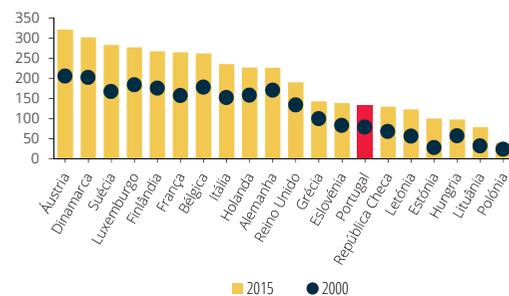
aparente do trabalho é igualmente visível (Gráfico C10.9), existindo uma probabilidade mais elevada de encontrar empresas com níveis mais altos de produtividade entre as que têm maior intensidade capitalística.

Gráfico C10.6 • Stock de ativos fixos | Em percentagem do PIB



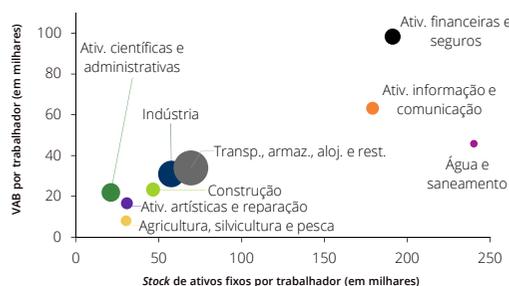
Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Estes valores foram obtidos através do rácio entre o stock de ativos fixos e o PIB, ambos a preços correntes.

Gráfico C10.7 • Coeficiente de intensidade capitalística | Milhares de euros por trabalhador



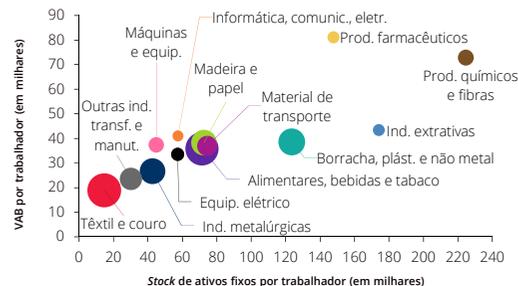
Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Estes valores foram obtidos através do rácio entre o stock de ativos fixos a preços correntes e o número de trabalhadores.

Gráfico C10.8 • VAB e stock de ativos fixos por trabalhador e setor de atividade em 2015 | Em milhares de euros, preços correntes



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A dimensão de cada círculo representa o peso de cada setor de atividade no VAB nominal da economia em 2015. Não foi incluída a análise do VAB por trabalhador para o setor das administrações públicas, uma vez que a sua medição enfrenta dificuldades metodológicas e estatísticas. O setor imobiliário, com um peso de 12,3% no VAB, não se encontra representado no gráfico devido aos elevados valores assumidos: 9018,2 mil euros de stock de ativos fixos por trabalhador e 685,3 mil euros de VAB por trabalhador. Também a energia, com um peso de 2,9% no VAB, não se encontra representada no gráfico devido aos elevados valores assumidos: 2982,8 mil euros de stock de ativos fixos por trabalhador e 528,3 mil euros de VAB por trabalhador.

Gráfico C10.9 • VAB e stock de ativos fixos por trabalhador e ramo da indústria em 2015 | Em milhares de euros, preços correntes



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A dimensão de cada círculo representa o peso de cada ramo da indústria no VAB nominal da economia em 2015. A indústria de coque e produtos petrolíferos refinados, com um peso de 0,4% no VAB, não se encontra representada no gráfico devido aos elevados valores assumidos: 923,9 mil euros de stock de ativos fixos por trabalhador e 344,1 mil euros de VAB por trabalhador.

Adicionalmente, é visível a correlação positiva entre a variação do stock de ativos fixos por trabalhador e a variação do VAB por trabalhador entre 2000 e 2015 (Gráfico C10.10). A indústria foi um dos setores de atividade que aumentou mais a sua produtividade (62,4%) e também a sua intensidade capitalística (167,9%). Nos serviços, menores incrementos da produtividade, como por exemplo, no conjunto dos transportes, armazenagem, alojamento e restauração (38%) e das atividades financeiras e de seguros (42,3%) corresponderam a menores incrementos da intensidade capitalística (68,2% e 85,2%, respetivamente). Em termos dos vários ramos do setor

industrial, que explicam 14,3% do VAB da economia portuguesa em 2015, a correlação positiva entre a variação do coeficiente de intensidade capitalística e a variação da produtividade aparente do trabalho não é tão clara (Gráfico C10.11).

Gráfico C10.10 • Variação do VAB e do stock de ativos fixos por trabalhador e por setor de atividade | Em percentagem

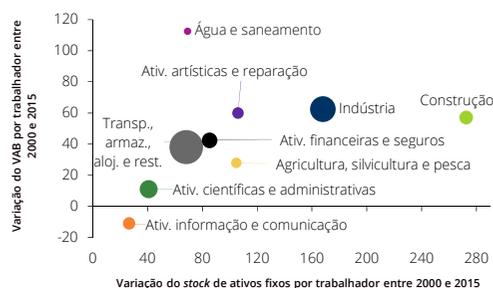
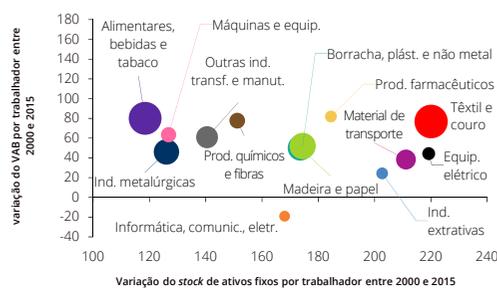


Gráfico C10.11 • Variação do VAB e stock de ativos fixos por trabalhador e por ramo da indústria | Em percentagem



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A dimensão de cada círculo representa o peso de cada ramo de atividade no VAB nominal da economia em 2015. Não foi incluída a análise do VAB por trabalhador para o setor das administrações públicas, uma vez que a sua medição enfrenta dificuldades metodológicas e estatísticas. Tal como no gráfico C11.8, o setor imobiliário, com um peso de 12,3% no VAB, não se encontra representado no gráfico, assumindo os seguintes valores: 30,6% de variação do stock de ativos fixos por trabalhador e 124,7% de variação do VAB por trabalhador. Também a energia, com um peso de 2,9% no VAB, não se encontra representada no gráfico devido aos elevados valores assumidos: 225,3% de variação do stock de ativos fixos por trabalhador e 257,4% de variação do VAB por trabalhador.

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A dimensão de cada círculo representa o peso de cada indústria no VAB nominal da economia em 2015. A indústria de coque e produtos petrolíferos refinados, com um peso de 0,4% no VAB, não se encontra representada no gráfico devido aos elevados valores assumidos: 134,7% de variação do stock de ativos fixos por trabalhador e 313,5% de variação do VAB por trabalhador.

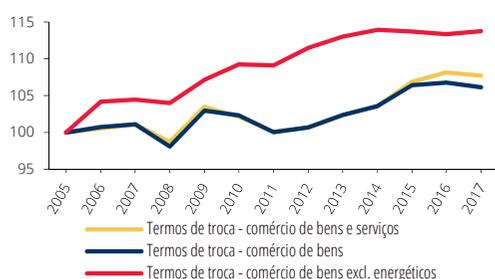
A aproximação do PIB por trabalhador em Portugal aos níveis vigentes na média dos países da União Europeia constitui um desafio particularmente importante num contexto em que a economia portuguesa procura alcançar os níveis de rendimento médios europeus. Esse percurso passa pela acumulação de capital, exigindo um maior investimento produtivo nos setores transacionáveis, para o qual devem concorrer maiores taxas de poupança interna e maior capacidade de atrair Investimento direto estrangeiro.

Caixa 11 • Análise da evolução dos termos de troca da economia portuguesa no período recente

Os termos de troca são a relação entre o preço das exportações e o preço das importações. Representam o poder de compra dos bens e serviços produzidos internamente, i.e., a quantidade de bens e serviços que um país pode importar em troca de uma unidade de bens e serviços exportados. Quando os termos de troca aumentam, é possível transformar o volume de exportações em mais importações, o que na prática corresponde a um aumento do poder de compra do país. Desta forma, as alterações dos termos de troca afetam o saldo da balança comercial e têm implicações na despesa interna e no bem-estar.

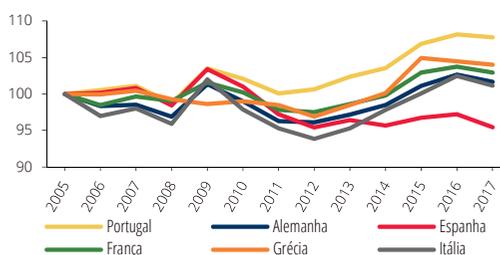
Em 2017, observou-se uma ligeira redução dos termos de troca da economia portuguesa (-0,4%) interrompendo a tendência de aumento observada desde 2012. Esta tendência de melhoria dos termos de troca foi muito semelhante quando se considera apenas o comércio de bens (Gráfico C11.1). E foi também observada noutros países da área do euro. No entanto, os ganhos de termos de troca foram mais expressivos em Portugal (Gráfico C11.2).

Gráfico C11.1 • Evolução dos termos de troca da economia portuguesa | Índice 2005 = 100



Fonte: INE (Contas Nacionais Anuais e Trimestrais).

Gráfico C11.2 • Comparação internacional da evolução dos termos-de-troca | Índice 2005 = 100



Fonte: OCDE.

O objetivo desta caixa é caracterizar a evolução dos termos de troca da economia portuguesa nos anos recentes, enquadrando-a num período mais longo e recorrendo a uma análise desagregada por grupos de produtos aplicando a metodologia utilizada em Cardoso e Esteves (2008).⁶⁶

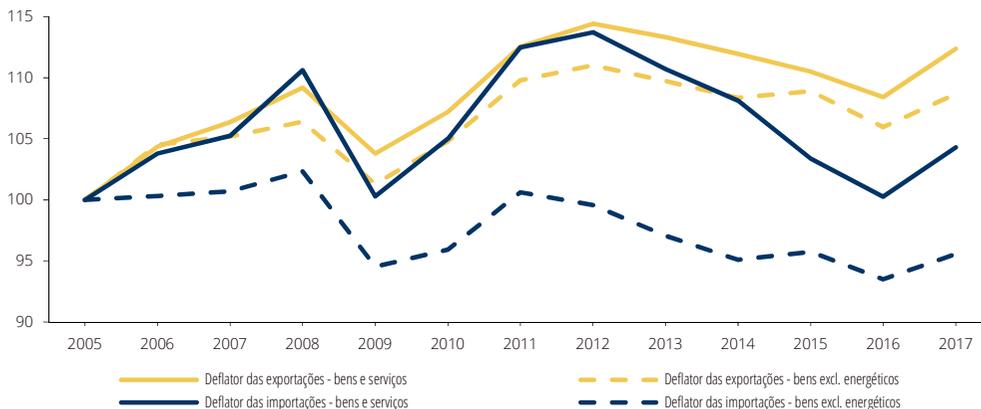
Os termos de troca tendem a ser muito afetados pela elevada volatilidade do preço do petróleo nos mercados internacionais, especialmente numa economia como a portuguesa em que este bem tem um peso relativamente elevado nas importações e atendendo à baixa elasticidade-preço da sua procura. A componente energética deu um contributo negativo, em média, para a evolução dos termos de troca no período 2006-2017. Como o preço do petróleo é muito volátil e a sua evolução é exógena à economia portuguesa, é importante analisar a evolução do indicador excluindo os bens energéticos.

A evolução dos termos de troca considerando os preços de exportações e importações de mercadorias excluindo os bens energéticos mostra um ganho acumulado substancial no período 2006-2014, mas uma relativa estabilização nos últimos três anos (Gráfico C11.1). Este perfil no período 2015-2017 reflete uma relativa estabilização dos deflatores das exportações e das importações excluindo energéticos no período. Esta evolução contrasta com o observado no período de 2006

66. Working Paper do Banco de Portugal n.º 5, 2008.

a 2014 em que se registou um aumento acumulado do deflator das exportações de mercadorias excluindo energéticos de 8,4% e uma redução do correspondente deflator das importações de 4,5% (Gráfico C11.3).

Gráfico C11.3 • Deflatores do comércio internacional | Índice 2005 = 100



Fonte: INE.

É útil analisar a evolução dos termos de troca no comércio de mercadorias, recorrendo à decomposição utilizada em Cardoso e Esteves (2008) por tipo de produto. De acordo com esta metodologia, a variação dos termos de troca pode ser decomposta na soma dos contributos dos diferentes tipos de produtos i da seguinte forma:

$$\Delta ToT_t = tva_t^X - tva_t^M = \sum_i (tva_{i,t}^X \cdot \omega_{i,t}^X - tva_{i,t}^M \cdot \omega_{i,t}^M)$$

Sendo $tva_{i,t}^X$ e $\omega_{i,t}^X$ ($tva_{i,t}^M$ e $\omega_{i,t}^M$) a taxa de variação homóloga do preço e o peso nas exportações totais (importações) de cada produto i em t .

Reparametrizando a equação anterior, a variação dos termos de troca pode ser apresentada como a soma de dois efeitos, o efeito estrutura e o efeito preço relativo, respetivamente.

$$\Delta ToT_t = tva_t^X - tva_t^M = \sum_i (\omega_{i,t}^X - \omega_{i,t}^M) \cdot tva_{i,t}^* + \sum_i (tva_{i,t}^X - tva_{i,t}^M) \cdot \omega_{i,t}^*$$

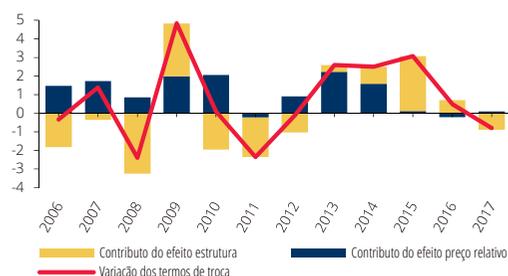
$$tva_{i,t}^* = \frac{tva_{i,t}^X + tva_{i,t}^M}{2}; \omega_{i,t}^* = \frac{\omega_{i,t}^X + \omega_{i,t}^M}{2}$$

A componente estrutural mede o impacto sobre os termos de troca da especialização setorial da economia. O país tende a ter ganhos de termos de troca se estiver relativamente mais especializado em produtos cujos preços registam maior crescimento. A componente preço relativo mede o efeito da evolução relativa dos preços de exportação e importação para o mesmo produto, permitindo avaliar a posição da produção nacional nos diferentes segmentos de mercado e a capacidade do país importar de mercados de baixo custo.

Os gráficos C11.4 e C11.5 apresentam respetivamente a variação dos termos de troca no comércio de bens total e excluindo bens energéticos ao longo do período 2006-2017 e a sua decomposição nos dois efeitos acima descritos. No comércio total de bens, o efeito preço relativo foi

em geral positivo, mas parcialmente compensado por um efeito estrutura negativo em alguns anos, associado ao aumento do preço do petróleo. Nos últimos três anos, no entanto, o efeito preço relativo teve uma expressão muito reduzida. Por sua vez, na variação dos termos de troca no comércio de bens excluindo energéticos, o contributo do efeito estrutura foi dominante e sempre positivo até 2014, tornando-se praticamente nulo nos anos mais recentes.

Gráfico C11.4 • Variação anual dos termos de troca do comércio de bens | Em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico C11.5 • Variação anual dos termos de troca de bens – Contributo dos bens não energéticos | Em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

O Quadro C11.1 contém informação detalhada sobre a evolução dos preços de exportação e importação por grupos de produtos bem como o contributo de cada grupo para a variação dos termos de troca no comércio de bens. Consideram-se dois subperíodos (2006-2014 e 2015-2017) e os valores apresentados são médias anuais para cada um dos subperíodos. A análise destes dois subperíodos permite compreender, por grupos de produtos, a evolução apresentada nos gráficos anteriores. Note-se que os resultados obtidos com esta decomposição dependem do nível de desagregação por grupos de produtos que foi considerado.

A variação média anual dos termos de troca de Portugal no comércio externo de mercadorias foi semelhante nos dois subperíodos (0,7% e 0,9%, respetivamente, em 2006-2014 e 2015-2017). No período 2006-2014, os bens energéticos deram um contributo negativo, em termos médios anuais, de -0,7 pp para a variação dos termos de troca. Tal contributo deriva do efeito estrutura, associado ao elevado peso deste tipo de bens nas importações portuguesas e à subida acentuada registada pelo preço do petróleo no período. Em contraste, no período mais recente, o contributo médio anual desta componente foi positivo (0,9 pp), em resultado da queda do preço do petróleo.

No comércio de bens excluindo a componente energética, observou-se um ganho dos termos de troca de 1,5% em média no período 2006-2014 – explicado essencialmente pelo efeito preço relativo – e uma variação nula no período mais recente. Isto reflete, por um lado, um aumento médio anual mais moderado do preço das exportações no período mais recente (1,5% em 2006-2014 versus 0,6% em 2015-2017) e, por outro, um aumento médio anual do preço das importações após uma variação média anual nula no período anterior (0,0% em 2006-2014 versus 0,6% em 2015-2017).

A melhoria de termos de troca excluindo energéticos no primeiro período foi relativamente generalizada aos vários grupos de produtos considerados, destacando-se os contributos das máquinas e equipamentos, dos têxteis, vestuário e calçado e do material de transporte.

Quadro C11.1 • Contributos dos grupos de produtos para a variação global dos termos de troca (2006-2017)

| | 2006-2014 | | | | 2015-2017 | | | | | | | |
|---|-----------------------|-------------|-----------------------------|---------------------|-----------------------------|---------------------|-----------------------------|-----------------|------|------|-----|------|
| | Peso médio no período | | Crescimento médio anual (%) | | Crescimento médio anual (%) | | Crescimento médio anual (%) | | | | | |
| | Exportações | Importações | Preço de exportação | Preço de importação | Preço de exportação | Preço de importação | Termos de troca | Termos de troca | | | | |
| Agricultura, caça e pesca | 2,2 | 5,3 | 2,4 | 3,7 | -1,3 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Indústrias extrativas | 1,3 | 0,2 | 3,0 | 1,3 | 1,7 | 0,0 | 0,0 | 2,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bens manufaturados | 89,7 | 79,0 | 1,5 | -0,2 | 1,7 | 0,0 | 1,5 | 0,0 | 0,1 | 0,5 | 0,0 | -0,1 |
| Alimentares e bebidas | 8,3 | 9,3 | 1,9 | 1,3 | 0,7 | 0,0 | 0,1 | 2,6 | 2,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Artigos de Borracha e de matérias plásticas | 5,1 | 2,9 | 2,4 | 1,0 | 1,3 | 0,0 | 0,1 | -1,3 | 0,1 | 1,3 | 0,0 | 0,1 |
| Sector têxtil e do calçado | 13,6 | 7,4 | 2,2 | -1,3 | 3,5 | 0,0 | 0,4 | -0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,0 |
| Têxteis | 4,1 | 2,6 | 1,7 | -1,0 | 2,7 | 0,0 | 0,1 | -1,0 | -0,1 | 0,9 | 0,0 | 0,0 |
| Vestuário | 5,8 | 3,5 | 1,8 | -2,2 | 4,0 | 0,0 | 0,2 | -0,8 | 0,6 | 1,4 | 0,0 | 0,1 |
| Calçado e produtos de couro | 3,7 | 1,3 | 3,5 | 0,0 | 3,5 | 0,0 | 0,1 | 5,1 | 0,0 | -5,1 | 0,1 | -0,1 |
| Madeira, cortiça e papel | 8,1 | 3,1 | 1,0 | 0,6 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,0 | 2,0 | 0,0 | 0,1 |
| Máquinas e equipamentos | 16,1 | 17,9 | 0,9 | -2,1 | 2,9 | 0,0 | 0,5 | 0,7 | 1,3 | 0,6 | 0,0 | 0,1 |
| Material de transporte | 12,7 | 12,3 | 1,3 | 0,1 | 1,2 | 0,0 | 0,2 | 2,1 | 0,5 | -1,6 | 0,0 | -0,2 |
| Minerais e produtos metálicos | 13,0 | 9,3 | 1,9 | 1,3 | 0,6 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Produtos químicos | 7,5 | 13,2 | 2,3 | 0,5 | 1,9 | -0,1 | 0,2 | -1,5 | -1,3 | 0,2 | 0,1 | 0,0 |
| Outros | 5,3 | 3,6 | 0,8 | -0,7 | 1,5 | 0,0 | 0,0 | 1,1 | -0,7 | -1,7 | 0,0 | -0,1 |
| Bens não energéticos | 93,2 | 84,5 | 1,5 | 0,0 | 1,5 | 0,0 | 1,4 | 0,6 | 0,6 | 0,0 | 0,1 | -0,1 |
| Bens energéticos | 6,8 | 15,5 | 8,4 | 8,5 | -0,2 | -0,7 | 0,0 | -9,5 | -8,9 | 0,6 | 0,8 | 0,1 |
| Total | 100,0 | 100,0 | 1,8 | 1,1 | 0,7 | -0,7 | 1,4 | -1,5 | -0,5 | 0,9 | 0,9 | 0,0 |

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

O contributo dos produtos dos têxteis, vestuário e calçado para a evolução global dos termos de troca foi de 0,4 pp, em média anual, no período 2006-2014. Estes ganhos foram comuns aos três subsectores, refletindo um aumento substancial dos preços de exportação em todos e uma queda marcada dos preços de importação nos dois primeiros casos. Este aumento de termos de troca deverá estar associado, por um lado, a um aprofundamento das alterações estruturais nestes setores exportadores e, por outro, com a persistência do impacto da globalização nos preços de importação.⁶⁷ Relativamente às alterações estruturais nestes setores, existe alguma evidência de que o aumento de preços de exportação esteve associado a uma melhoria de qualidade, inovação e diferenciação.⁶⁸ No período mais recente, o contributo deste grupo de produtos para a variação dos termos de troca globais foi nulo, tendo os respetivos preços de exportação e importação registado variações próximas de zero, em termos médios.

No caso das máquinas e equipamento, o contributo médio anual para a variação global dos termos de troca reduziu-se de 0,5 para 0,1 pp entre 2006-2014 e 2015-2017. Este menor contributo refletiu evoluções diferenciadas dos preços de importação que se reduziram cerca de 2% em média anual no período 2006-2014 e aumentaram 0,7% nos últimos três anos.

O material de transporte deu um contributo positivo para a variação dos termos de troca no primeiro subperíodo (de 0,2 pp, em termos médios anuais). Este contributo tornou-se negativo no período mais recente, o que decorre de um aumento médio dos preços de importação muito superior ao observado no período anterior.

A análise apresentada aponta para uma alteração do comportamento dos termos de troca da economia portuguesa no período recente. Essa alteração é visível ao nível do comércio excluindo bens energéticos, onde se observou nos últimos três anos uma interrupção de uma longa tendência de melhoria de termos de troca. Esta evolução, conjugada com o aumento recente do preço do petróleo nos mercados internacionais (Caixa 1), traduziu-se numa perda de termos de troca em 2017, com impacto negativo sobre o rendimento real da economia e sobre o saldo da balança de bens e serviços.

67. Ver a evidência apresentada em Cardoso e Esteves (2008).

68. Ver caixa 6.1 do *Boletim Económico* de Maio de 2017 – “Evolução dos valores unitários das exportações portuguesas de bens”.

7 Preços

· Aumento da inflação em 2017, impulsionado pelos preços dos bens energéticos e dos serviços relacionados com o turismo

Em 2017, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se em 1,6% (Quadro I.7.1 e Gráfico I.7.1), o que corresponde a um aumento de 1 pp face ao valor registado em 2016 (0,6%).

Este valor, o mais elevado dos últimos cinco anos, refletiu a aceleração dos preços dos agregados de bens industriais energéticos, dos serviços – em particular dos relacionados com a atividade turística – e, em menor grau, dos bens alimentares transformados (Gráfico I.7.2).

No quadro da união monetária, a inflação em Portugal aproximou-se do valor registado na área do euro, em 2017.

Quadro I.7.1 • IHPC – Principais agregados | Em percentagem

| | Pesos 2017 | Taxa de variação anual | | | Taxas de variação homóloga – 2017 | | | |
|---|------------|------------------------|------|------|-----------------------------------|------|------|------|
| | | 2015 | 2016 | 2017 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| Total | 100,0 | 0,5 | 0,6 | 1,6 | 1,4 | 1,7 | 1,3 | 1,8 |
| Total excluindo energéticos | 91,7 | 0,8 | 0,9 | 1,4 | 0,9 | 1,7 | 1,2 | 1,6 |
| Total excluindo alimentares não transformados e energéticos | 81,4 | 0,7 | 0,8 | 1,3 | 0,6 | 1,7 | 1,4 | 1,6 |
| Bens | 57,7 | -0,1 | -0,1 | 0,9 | 1,6 | 0,7 | 0,3 | 1,0 |
| Alimentares | 23,4 | 1,5 | 0,9 | 1,7 | 2,3 | 1,7 | 0,9 | 2,0 |
| Não transformados | 10,3 | 1,9 | 1,6 | 1,8 | 3,6 | 2,0 | -0,2 | 1,8 |
| Transformados | 13,1 | 1,2 | 0,4 | 1,6 | 1,2 | 1,4 | 1,8 | 2,2 |
| Industriais | 34,3 | -1,3 | -0,9 | 0,3 | 1,1 | 0,0 | 0,0 | 0,2 |
| Não energéticos | 26,0 | -0,7 | -0,1 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -0,8 | -0,9 |
| Energéticos | 8,3 | -3,7 | -3,1 | 3,7 | 7,0 | 1,8 | 2,4 | 3,6 |
| Serviços | 42,3 | 1,4 | 1,5 | 2,5 | 1,3 | 3,2 | 2,7 | 2,9 |
| <i>Por memória:</i> | | | | | | | | |
| Contributos dos preços sujeitos a regulação (em pp) | - | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Contributos dos impostos (em pp) | - | 0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,5 | -0,6 | 0,1 | 0,1 |
| IPC | - | 0,5 | 0,6 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,1 | 1,5 |
| IHPC – Área do euro | - | 0,0 | 0,2 | 1,5 | 1,8 | 1,5 | 1,4 | 1,4 |

Fontes: Eurostat e INE.

· Aumento da taxa de inflação alicerçado na evolução dos custos unitários do trabalho e dos preços de importação

De acordo com o modelo MIMO utilizado pelo Banco de Portugal⁶⁹ para previsão da inflação, o aumento da taxa de inflação verificado em 2017 assentou, por um lado, num maior crescimento dos custos unitários do trabalho e, por outro, numa aceleração dos preços de importação de

69. MIMO refere-se a Monthly Inflation Model. Para mais detalhes sobre o modelo veja-se “MIMO – Um modelo mensal para a inflação”, artigo no *Boletim Económico* de Inverno de 2007.

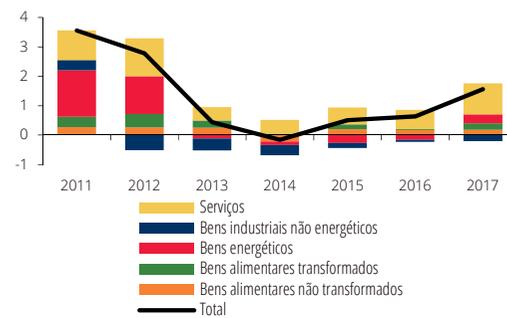
bens não energéticos (Gráficos I.7.3 e I.7.4). Os preços dos combustíveis contribuíram, em menor medida, para o aumento da inflação em Portugal.

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



Fonte: INE.

Gráfico I.7.2 • Contributos para a taxa de variação homóloga do IHPC | Em pontos percentuais



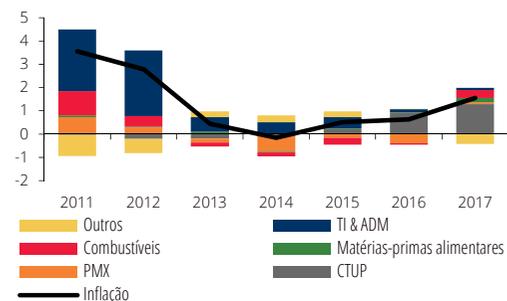
Fonte: INE.

Gráfico I.7.3 • Evolução dos custos do trabalho por unidade produzida e dos preços de importação dos bens não energéticos | Taxa de variação média anual, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: CTUP – custos do trabalho por unidade produzida; PMX – preços de importação de bens não energéticos. Os custos do trabalho por unidade produzida foram calculados com base nas Contas Nacionais Trimestrais do INE. O deflador das importações de bens não energéticos foi calculado com base em informação do INE.

Gráfico I.7.4 • Desagregação da taxa de inflação com base no modelo MIMO | Contributos, em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat. | Nota: O gráfico decompõe a taxa de inflação no contributo de cada uma das componentes do IHPC com base no modelo de análise e projeção de inflação do Banco de Portugal, denominado MIMO (Monthly Inflation Model). CTUP – custos do trabalho por unidade produzida; PMX – preços de importação de bens não energéticos; TI – tributação indireta; ADM – preços administrados. A tributação indireta referente aos combustíveis está incluída na rubrica TI & ADM.

⋮ O diferencial entre a taxa de inflação de Portugal e da área do euro tornou-se virtualmente nulo

Na área do euro, a taxa de inflação aumentou mais do que em Portugal (de 0,2% em 2016 para 1,5% em 2017), tornando o diferencial da taxa de inflação virtualmente nulo. Este resultado ocorre depois de um período de diferencial positivo observado desde o início de 2015 (Gráfico I.7.5).

O contributo positivo dos preços dos serviços para o diferencial de inflação aumentou, de 0,2 pp em 2016 para 0,5 pp, em 2017. O diferencial dos bens energéticos, que tinha sido positivo nos dois anos anteriores, passou para negativo em 2017, em especial na primeira metade do ano (Gráfico I.7.6). Esta evolução determinou a redução do diferencial de inflação com a área do euro.

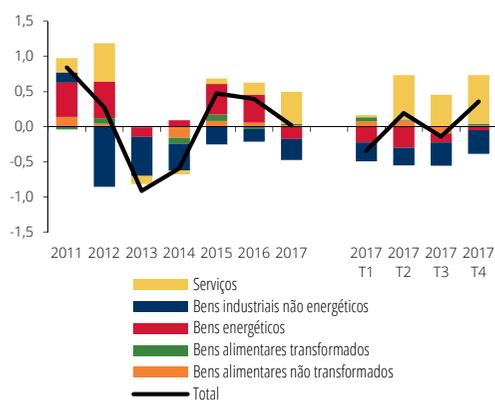
Os preços dos bens industriais não energéticos registaram uma variação inferior à observada na área do euro, tendo o seu contributo para o diferencial diminuído para -0,3 pp (-0,2 pp em 2016).

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



Fontes: Eurostat e INE.

Gráfico I.7.6 • IHPC e contributos – diferencial entre Portugal e área do euro | Em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e INE.

Esta redução do diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro é visível de igual modo nas expetativas dos agentes económicos. As expetativas para 2018, formadas durante o ano de 2017, indicam um valor idêntico de inflação em Portugal e na área do euro, em torno de 1,4%. (Gráfico I.7.7).

Gráfico I.7.7 • Expetativas de inflação para o ano seguinte, Portugal e área do euro | Em percentagem



Fonte: Consensus Economics.

..... Aceleração dos preços no consumidor em 2017 refletiu o aumento do contributo dos preços dos bens energéticos, dos serviços e, em menor grau dos bens alimentares (transformados)

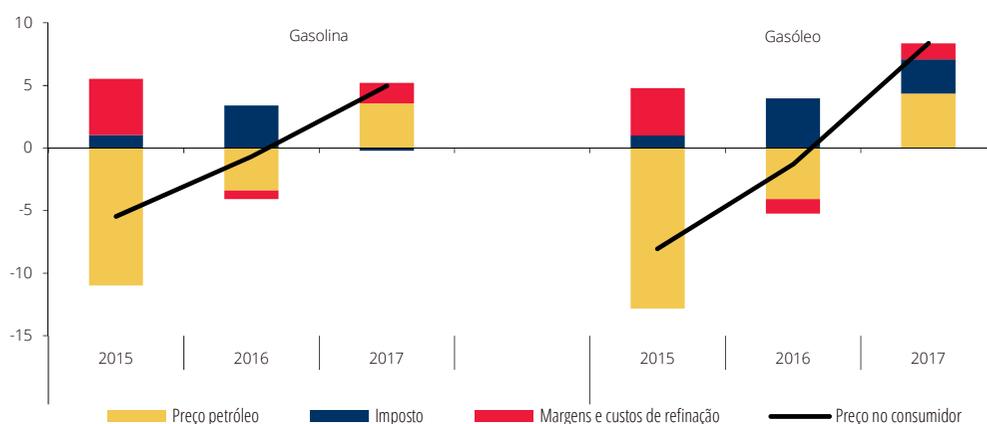
Em termos da evolução dos principais componentes do IHPC, os preços dos serviços aceleraram para 2,5% em 2017, após um crescimento de 1,5% em 2016. Esta componente continuou a dar o contributo mais importante para a taxa de inflação em Portugal (1,1 pp). Neste contexto, continuou a

destacar-se o dinamismo dos preços das atividades fortemente impulsionadas pelo turismo, nomeadamente dos serviços de alojamento (contributo de 1,1 pp para a taxa de variação anual dos preços dos serviços) e dos restaurantes e cafés (contributo de 0,4 pp para o mesmo agregado).

Os preços dos bens energéticos, que tinham diminuído 1,8% em 2016, aumentaram 3,7% em 2017, com especial incidência no primeiro trimestre do ano. Este aumento fez com que o contributo da variação dos preços deste tipo de bens para a taxa de inflação tenha sido positivo em 2017 (0,3 pp), ao contrário do que tinha sucedido nos quatro anos anteriores.

O aumento dos preços dos bens energéticos refletiu o maior crescimento do preço dos combustíveis, o qual acompanhou a evolução do preço do petróleo (Gráfico I.7.8). O aumento do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP) no início do ano contribuiu também para o aumento do preço do gasóleo, tendo sido negligenciável no caso do preço da gasolina. O acréscimo do preço dos combustíveis foi parcialmente contrabalançado pelos contributos negativos dos preços da eletricidade e do gás para a variação dos preços dos bens energéticos (com contributos de cerca de 0,2 pp cada um, quando em 2016 tinham sido de 0,5 pp e -1,0 pp, respetivamente).

Gráfico I.7.8 • Contributos para a variação homóloga do preço dos combustíveis | Em percentagem e pontos percentuais



Fontes: BCE e Direção Geral de Energia e Geologia.

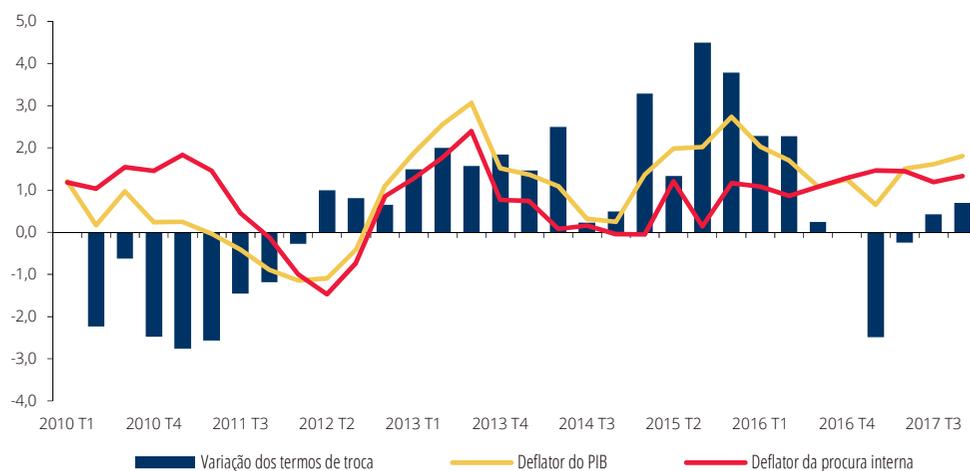
A aceleração dos preços dos bens alimentares transformados de 0,3% em 2016 para 1,6% em 2017 também contribuiu para o aumento da inflação registado no ano passado. Os preços dos bens alimentares não transformados aumentaram 1,8%, após um crescimento de 1,6% em 2016. Por último, os preços dos bens industriais não energéticos continuaram a diminuir (-0,8%), mais acentuadamente do que em 2016 (-0,3%). Em 2017, esta rubrica foi a única a apresentar um contributo negativo para a taxa anual de inflação.

... Crescimento do deflator do PIB converge com o do deflator da procura interna, num contexto de deterioração dos termos de troca em 2017

Em 2017, o deflator do PIB registou uma taxa de variação homóloga de 1,4%, após 1,5% em 2016. Esta evolução representou uma convergência com o deflator da procura interna, invertendo

a tendência verificada desde 2012 (Gráfico I.7.9). A deterioração dos termos de troca assim evidenciada, e que foi particularmente marcada no primeiro trimestre de 2017, está relacionada com a recuperação do preço do petróleo (Caixa 1).⁷⁰ No segundo semestre de 2017 assistiu-se a um aumento dos termos de troca, de expressão menor que o observado entre 2013 e 2015. Deste modo, o deflator do PIB voltou a crescer acima do deflator da procura interna.

Gráfico I.7.9 • Deflator do PIB, deflator da procura interna e termos de troca
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: INE.

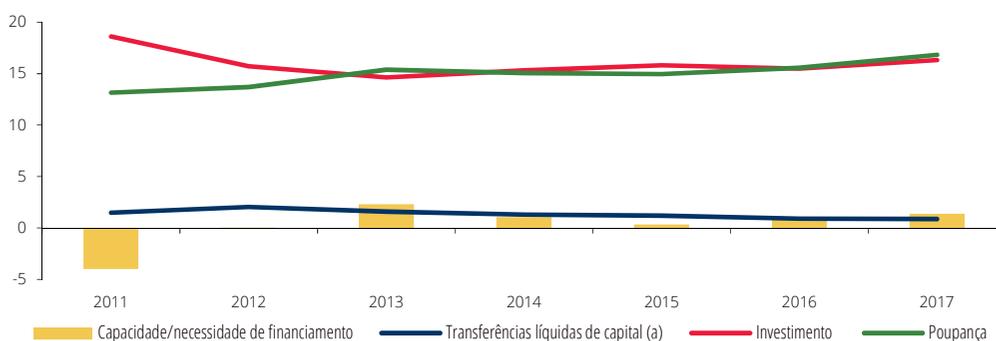
70. Uma vez que Portugal é um importador líquido de bens energéticos, o aumento do preço do petróleo contribui para a criação de um hiato positivo entre as taxas de variação do deflator da procura interna e do deflator do PIB. Enquanto o primeiro é diretamente afetado pela evolução do preço das importações, o segundo repercute apenas a dinâmica dos preços dos bens produzidos internamente.

8 Balança de pagamentos

· Aumento da capacidade de financiamento da economia portuguesa em 2017

Em 2017, a capacidade de financiamento da economia portuguesa aumentou para 1,4% do PIB, após 1,0% em 2016 (Gráfico I.8.1). Este resultado refletiu um aumento da poupança interna em percentagem do PIB ligeiramente acima do aumento do investimento.

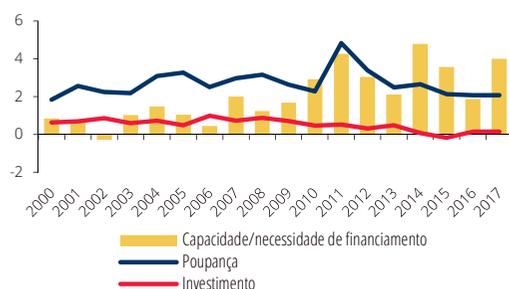
Gráfico I.8.1 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia | Em percentagem do PIB



Fonte: INE. | Nota: (a) Inclui a aquisição líquida de cessões de ativos não produzidos.

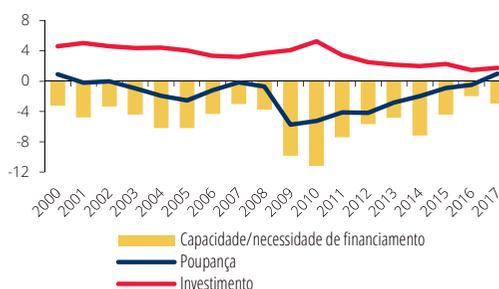
Em termos setoriais, destaca-se o aumento da capacidade de financiamento das sociedades financeiras, para 4% do PIB, a qual está no entanto afetada pela operação de recapitalização da CGD, no montante de 2 pp do PIB (Gráfico I.8.2). O reflexo desta operação encontra-se nas contas das administrações públicas (AP), cuja necessidade de financiamento passou para 3% do PIB, após 2% em 2016. (Gráfico I.8.3).

Gráfico I.8.2 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia – sociedades financeiras | Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Gráfico I.8.3 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia – administrações públicas | Em percentagem do PIB

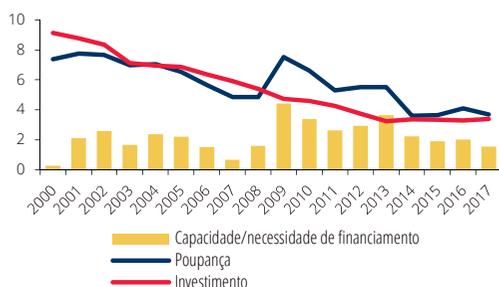


Fonte: INE.

Os particulares diminuíram a sua capacidade de financiamento, de 2,0% do PIB em 2016, para 1,5% do PIB em 2017. A poupança dos particulares diminuiu para 3,7% do PIB, após 4,1% do PIB em 2016, enquanto o investimento aumentou marginalmente (Gráfico I.8.4). As sociedades não financeiras

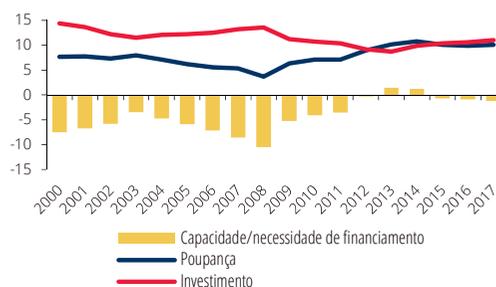
(SNF) aumentaram a sua necessidade de financiamento (de -0,9% do PIB em 2016 para -1,2% do PIB em 2017) com um aumento do investimento ligeiramente superior ao da poupança (Gráfico I.8.5).

Gráfico I.8.4 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia – particulares
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Gráfico I.8.5 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia – sociedades não financeiras
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

..... Ligeira redução do excedente da balança corrente
..... e de capital com um aumento do défice da balança de bens
..... e um alargamento do excedente da balança de serviços

De acordo com a balança de pagamentos, em 2017 o excedente da balança corrente e de capital, foi de 1,4% do PIB, inferior em 0,2 pp ao valor do ano anterior (Quadro I.8.1).⁷¹ Esta redução do excedente foi repartida entre a balança corrente e a balança de capital.

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

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

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: O saldo da balança corrente e de capital e o saldo da balança financeira devem ser idênticos. Na prática, tal não acontece devido, sobretudo, a imperfeições nas fontes de informação e nos sistemas de compilação. Os desequilíbrios resultantes destes fatores são designados por erros e omissões e explicam, em 2017, a evolução diferenciada da capacidade de financiamento da economia dada pelo saldo da balança corrente e de capital e pelo saldo da balança financeira.

71. Refira-se que o saldo conjunto da balança corrente e de capital apurado nas estatísticas da balança de pagamentos pode diferir da capacidade de financiamento apurada na ótica das contas nacionais devido a diferenças metodológicas entre as duas óticas. É o caso, em particular, do tratamento estatístico diferenciado das operações entre não residentes e algumas entidades com fins especiais (*special purpose entities*) localizadas na Zona Franca da Madeira

Ao nível da balança corrente, registou-se uma deterioração do saldo da balança de bens (em 1,1 pp do PIB) e da balança de rendimento primário (em 0,2 pp do PIB). Em sentido contrário, registou-se um aumento dos excedentes das balanças de serviços e de rendimento secundário (em 0,8 pp e 0,3 pp, respetivamente) (Gráfico I.8.6).

A deterioração do saldo da balança de bens refletiu a evolução das componentes de bens energéticos e de bens não energéticos. O contributo da variação do saldo de bens energéticos foi de -0,4 pp do PIB, após dois anos de contributos positivos, o que é explicado em larga medida pela evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais (Gráfico I.8.7). A variação do saldo da balança de bens não energéticos foi de -0,6 pp do PIB, de magnitude semelhante à do ano anterior.

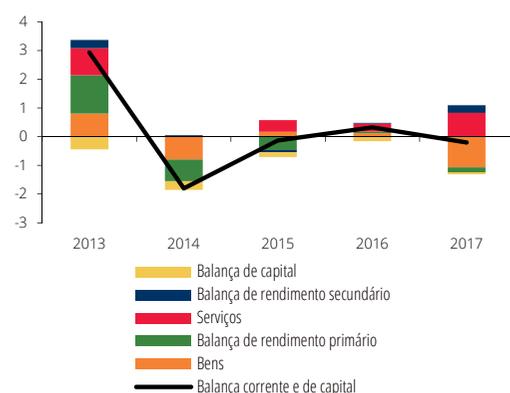
⋮ O setor do turismo continuou a determinar o dinamismo da balança de serviços

O excedente da balança de serviços voltou a aumentar, situando-se em 8,1% do PIB, após 7,3% do PIB em 2016. Verificou-se uma aceleração das exportações (aumento de 13,3%, que compara com 6,3% em 2016) e das importações (crescimento de 10,5%, após aumento de 5,1%, em 2016).

A aceleração das exportações de serviços refletiu principalmente o dinamismo da rubrica de viagens e turismo, traduzido num crescimento de 19,5% no ano (10,7% em 2016).

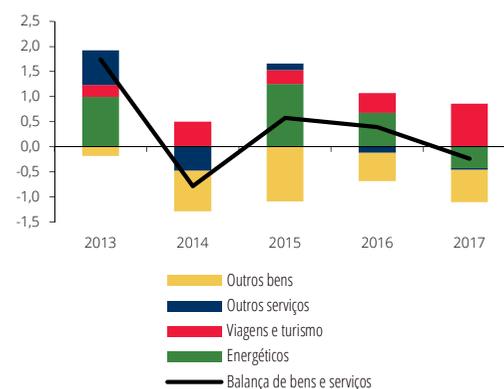
A ligeira diminuição do excedente da balança de bens e serviços refletiu essencialmente a deterioração dos termos de troca, ao contrário do observado nos anos recentes (Gráfico I.8.8). Esta evolução dos termos de troca está associada ao aumento acentuado do preço do petróleo em 2017, após anos de quedas sucessivas (Caixa 11). O contributo das variações em volume das exportações e importações voltou a ser aproximadamente nulo, refletindo um crescimento próximo dos dois agregados.

Gráfico I.8.6 • Decomposição da variação do saldo da balança corrente e de capital
| Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Gráfico I.8.7 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens e serviços
| Em pontos percentuais

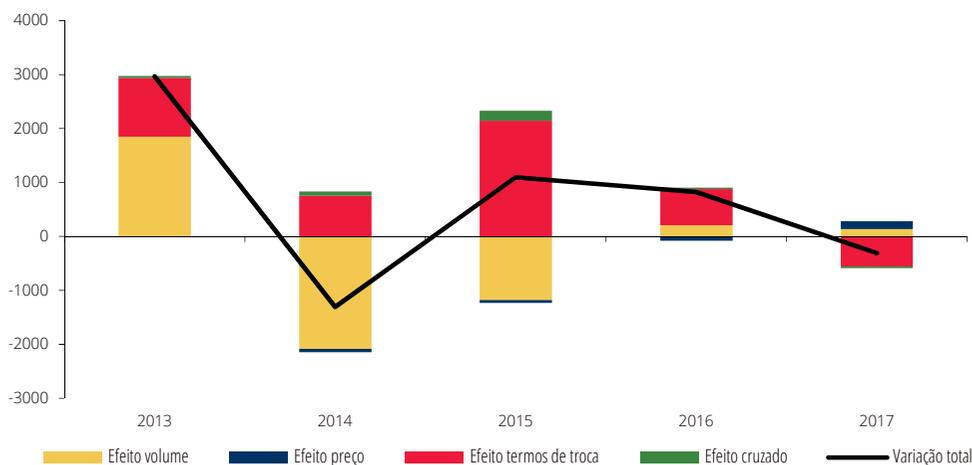


Fontes: Banco de Portugal e INE.

A balança de rendimentos primários apresentou um maior défice em 2017 (-2,5% do PIB, face a -2,3% do PIB no ano anterior), o que ficou a dever-se à menor entrada de fundos comunitários, registados na rubrica de subsídios. Ao nível dos rendimentos de investimento, o défice reduziu-se

em 0,1 pp do PIB, o que refletiu a melhoria do saldo de rendimentos de investimento direto e do outro investimento. No primeiro caso, a melhoria do saldo refletiu uma maior entrada de rendimentos associada a um aumento da rentabilidade dos investimentos. A evolução do saldo de rendimentos de outro investimento, por seu lado, foi influenciada pela redução dos passivos de depósitos e empréstimos, nomeadamente os relacionados com a amortização antecipada dos empréstimos do Programa de Assistência Económica e Financeira.

Gráfico I.8.8 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens e serviços
| Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE.

O aumento do excedente da balança de rendimento secundário resultou, por um lado, da menor contribuição paga para o orçamento comunitário e, por outro lado, de um maior excedente na balança de remessas de emigrantes/imigrantes. As remessas de emigrantes cresceram 6,3% em 2017, o que compara com um aumento de 0,8% em 2016. Esta aceleração esteve associada à recuperação das remessas provenientes de Angola e da Suíça, que tinham registado uma queda no ano anterior. As remessas enviadas do Reino Unido também contribuíram para este resultado, tendo acelerado de 11,8% em 2016 para 22,8% em 2017.

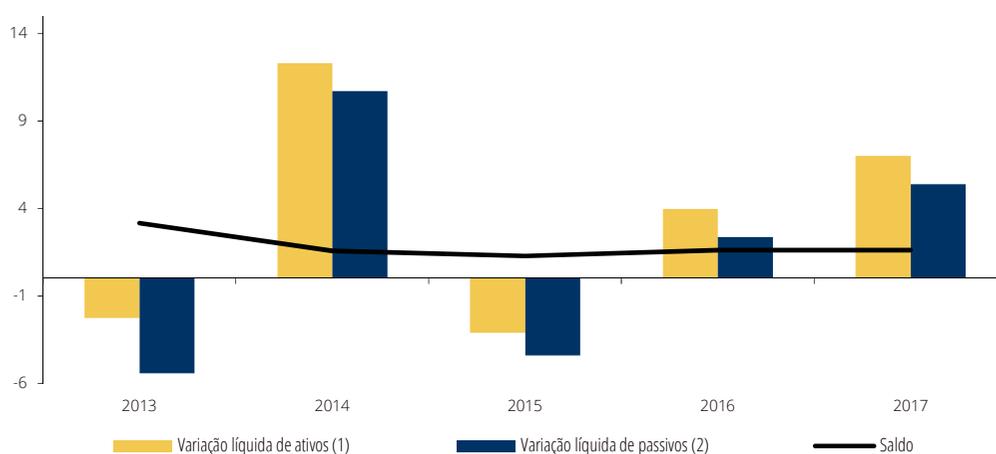
Os agentes económicos portugueses continuaram a investir em ativos num montante superior ao financiamento captado

Em 2017 a capacidade de financiamento da economia portuguesa traduziu-se, em termos de balança financeira, numa aquisição líquida de ativos emitidos por não residentes superior ao financiamento obtido junto de entidades não residentes (7,0% e 5,4% do PIB, respetivamente). Ambos os fluxos foram superiores aos valores registados no ano anterior (4,0% e 2,4% do PIB, respetivamente) (Gráfico I.8.9).

Os setores que mais se destacaram na aquisição líquida de ativos externos foram o Banco de Portugal, em 5,9% do PIB, e as instituições financeiras não monetárias (IFNM), no montante de 2,5% do PIB (Gráfico I.8.10). No caso do Banco de Portugal, o investimento foi sobretudo em títulos de dívida classificados em investimento de carteira, dos quais se destacam as aquisições de títulos de dívida emitidos por entidades supranacionais, no contexto do programa de compra de ativos do Eurosistema (Caixa 12). Em contrapartida, o Banco de Portugal desinvestiu em ativos

emitidos por entidades residentes fora da área do euro e denominados em moedas estrangeiras. As IFNM, por seu lado, adquiriram ativos externos, enquanto no ano anterior tinham realizado desinvestimentos significativos. Este investimento refletiu essencialmente a aquisição de títulos, por parte de fundos de investimento e sociedades de seguros, num contexto de retoma da procura por parte de particulares de produtos financeiros emitidos por estas entidades.

Gráfico I.8.9 • Variação líquida de ativos e passivos financeiros e saldo da balança financeira
| Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (1) A variação líquida de ativos corresponde à compra menos venda de ativos estrangeiros por parte de entidades residentes. Um sinal (+) representa uma saída líquida de fundos de economia portuguesa. (2) A variação líquida de passivos corresponde ao aumento menos amortizações de passivos nacionais junto de entidades não residentes. Um sinal (+) representa uma entrada líquida de fundos na economia portuguesa.

Entrada de fundos na economia portuguesa canalizada pelo Banco de Portugal e pelas sociedades não financeiras

A captação de financiamento no exterior, por parte de entidades residentes, também aumentou em 2017, para 5,4% do PIB (Gráficos I.8.9 e I.8.11). Esta entrada de fundos na economia portuguesa continuou a ser feita pelo Banco de Portugal e pelas SNF, que registaram um aumento de passivos líquidos de 5,6% e 4,6% do PIB, respetivamente.

No caso do Banco de Portugal, esta evolução continuou a refletir as responsabilidades do sistema de pagamentos TARGET, decorrentes da implementação das medidas não convencionais de política monetária do Eurosistema.

O financiamento das SNF no exterior continuou a privilegiar o canal criado por uma relação de investimento direto entre uma empresa residente e uma entidade estrangeira. Refira-se ainda que as operações de aquisição de imobiliário, por parte de não residentes, mantiveram uma expressão significativa, representando 18,1% do total de financiamento externo obtido pelas SNF (Tema em destaque).⁷²

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

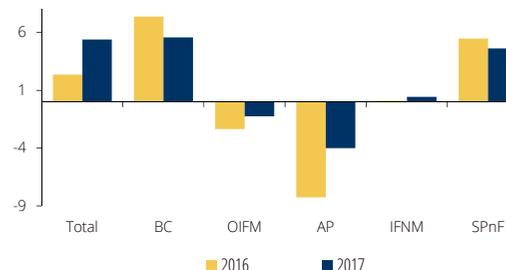
O financiamento das AP no exterior continuou a reduzir-se, em 4% do PIB, sendo neste caso de salientar a amortização antecipada de empréstimos do FMI, no âmbito do PAEF, no valor de 5,2 pp do PIB. Esta redução foi inferior à do ano anterior (no valor de 8,3% do PIB), uma vez que as compras de títulos de dívida pública a não residentes, por parte do Banco de Portugal, diminuíram.

Gráfico I.8.10 • Variação líquida de ativos (1)
| Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (1) A variação líquida de ativos corresponde à compra menos venda de ativos estrangeiros por parte de entidades residentes. Um sinal (+) representa uma saída líquida de fundos de economia portuguesa. Banco Central (BC), Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM), Administrações Públicas (AP), Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM), Setor Privado não Financeiro (SPnF).

Gráfico I.8.11 • Variação líquida de passivos (2)
| Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (2) A variação líquida de passivos corresponde ao aumento menos amortizações de passivos nacionais junto de entidades não residentes. Um sinal (+) representa uma entrada líquida de fundos na economia portuguesa. Banco Central (BC), Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM), Administrações Públicas (AP), Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM), Setor Privado não Financeiro (SPnF).

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

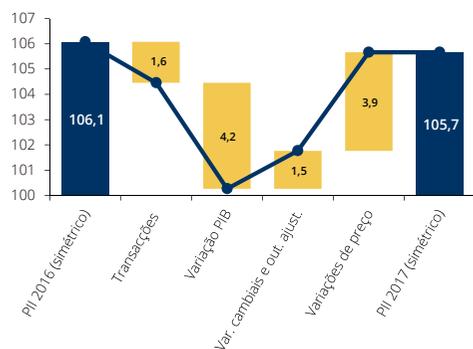
A posição de investimento internacional (PII) da economia portuguesa atingiu os -105,7% do PIB no final de 2017. No final de 2016 este valor era de -106,1% do PIB (Gráfico I.8.12).

A capacidade de financiamento gerada pela economia portuguesa, em 2017, que se traduziu num saldo positivo da balança financeira de 1,6% do PIB, contribuiu para a melhoria da PII. De igual modo, o crescimento do PIB, em termos nominais, permitiu uma redução do rácio da PII em percentagem do PIB de 4,2 pp.

Em sentido contrário atuaram as variações de preço, cambiais e outros ajustamentos. As variações cambiais e outros ajustamentos, no montante de 1,5% do PIB, refletiram a evolução da taxa de câmbio do euro face ao dólar. No que se refere às variações de preço, o contributo negativo para a evolução da PII, em 3,9% do PIB, resultou da valorização dos passivos das entidades residentes. De entre estes, destaca-se a valorização das obrigações do tesouro portuguesas, associada à descida das taxas de juro e, em menor grau, a valorização do capital de empresas portuguesas.

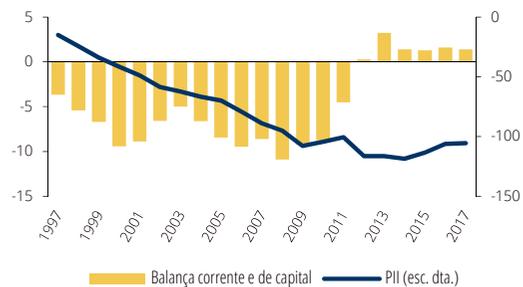
A evolução da PII em 2017 evidencia a continuação do processo de ajustamento externo da economia portuguesa, que constituiu um dos traços mais marcantes dos desenvolvimentos recentes e que se traduziu, numa primeira fase, numa redução da necessidade de financiamento da economia portuguesa face ao exterior e, numa segunda fase, no surgimento e manutenção de uma capacidade de financiamento. Em termos de estatísticas de balança de pagamentos, este ajustamento refletiu-se numa melhoria do saldo da balança corrente e de capital e, mais recentemente (desde 2014), numa redução da posição devedora da PII (Gráfico I.8.13).

Gráfico I.8.12 • Variação da posição de investimento internacional | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Gráfico I.8.13 • Balança corrente e de capital e PII | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Caixa 12 • Impacto das medidas não convencionais de política monetária do Eurosistema na posição de investimento internacional da economia portuguesa

Nos últimos anos, em resposta à crise económica e financeira, a política monetária do Eurosistema foi marcada pela implementação de medidas não convencionais, onde se destaca o programa alargado de compra de ativos, incluindo títulos de dívida soberana.⁷³ O objetivo desta caixa é explicitar o impacto estatístico deste programa na posição de investimento internacional (PII) da economia portuguesa.

Uma das consequências destas medidas foi o alargamento das posições devedora e credora no sistema de pagamentos TARGET⁷⁴ entre os vários países que constituem a União Monetária.⁷⁵ Tal decorreu da implementação descentralizada do programa de compras de ativos e do facto dos ativos comprados ficarem registados no balanço de cada banco central nacional. O Banco de Portugal procedeu a compras substanciais de títulos de dívida pública portuguesa, a maior parte dos quais estava em carteira de não residentes, adquiridos especialmente durante os anos de 2015 e 2016.⁷⁶

Na figura C12.1 apresenta-se de forma esquemática o efeito da aquisição de títulos de dívida pública portuguesa no balanço do Banco de Portugal e das entidades não residentes envolvidas na operação. Neste caso, a entidade não residente que vende os títulos aumenta os depósitos junto de um banco, por hipótese, do seu país que, por sua vez, aumenta as reservas junto do respetivo banco central nacional. Este banco central fica com uma posição credora no TARGET face ao Banco de Portugal, que adquiriu os títulos.

Em termos de contas externas, regista-se uma recomposição dos passivos, sem que o saldo da PII se altere:

- Por um lado, um aumento dos passivos externos do Banco de Portugal no sistema TARGET, registados na rubrica de “outro investimento” na balança financeira e na PII;
- Por outro, uma redução dos passivos externos das administrações públicas (AP), sob a forma de títulos de dívida.⁷⁷

Uma vez que os programas de compras de ativos do Eurosistema incluem apenas títulos de dívida (e não de capital) e os passivos do TARGET são registados na rubrica de outro investimento, estas operações também não alteram o total de dívida externa do país, apenas a composição por instrumento de dívida e por setor institucional.⁷⁸

Naturalmente, estas conclusões abstraem do impacto macroeconómico decorrente da adoção das medidas não convencionais de política monetária. A evidência disponível sugere que estas medidas, através de vários canais de transmissão, contribuiriam substantivamente para a melhoria do enquadramento macroeconómico no conjunto da área do euro, incluindo em Portugal.

73. Ver Tema em destaque “Política monetária não convencional do BCE: o que foi feito e que impacto teve?” publicado no *Boletim Económico* do Banco de Portugal, de junho de 2015.

74. TARGET significa “Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system”. Em maio de 2008, o sistema TARGET2 substituiu completamente o anterior sistema TARGET como o sistema de pagamentos em tempo real detido e operado pelo Eurosistema. Por simplificação, o termo TARGET refere-se aos saldos acumulados quer sob o sistema TARGET, quer sob o TARGET2.

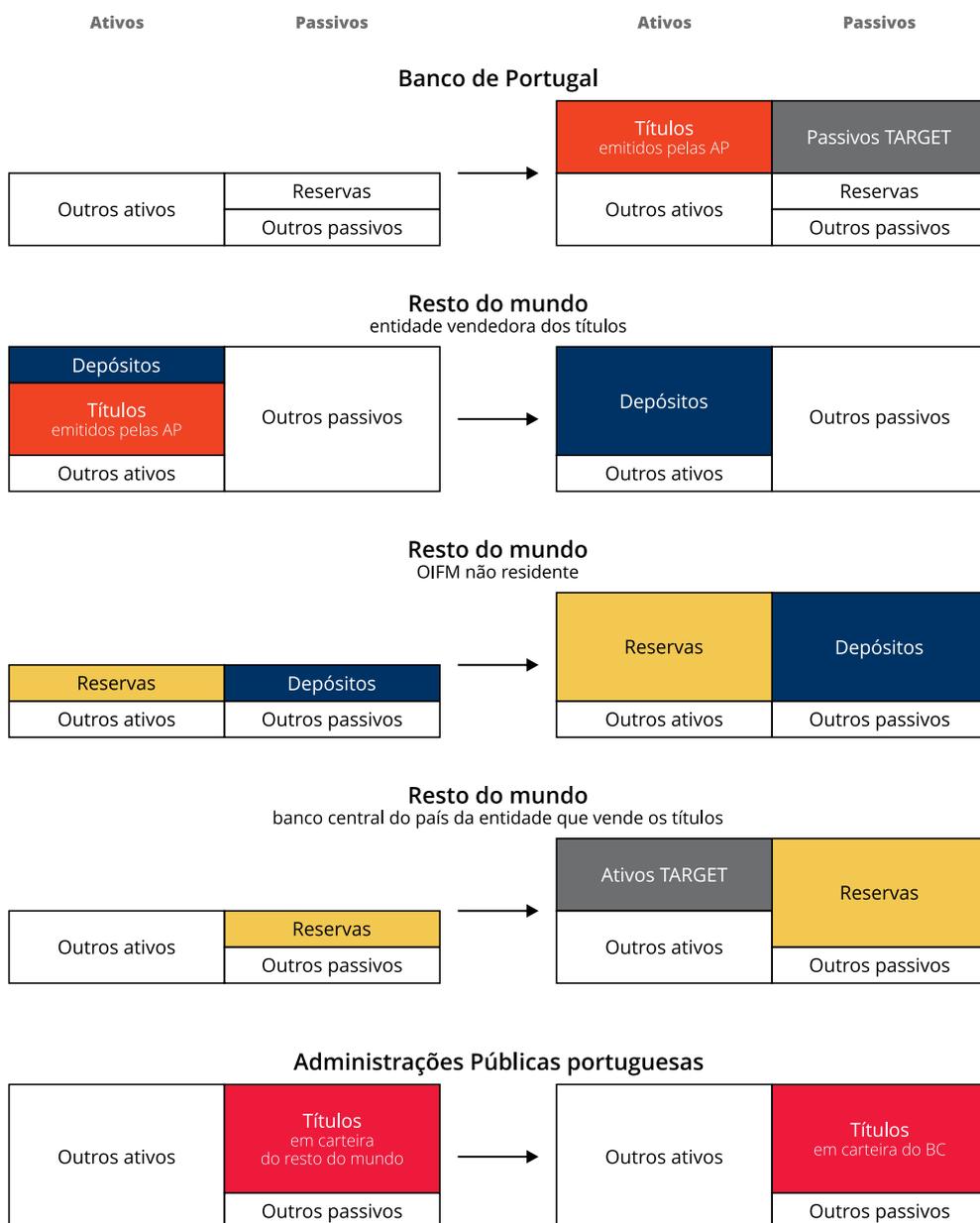
75. Os países com maior posição credora são Alemanha, Luxemburgo, Países Baixos e Finlândia. Os países com maior posição devedora são Itália, Espanha, Grécia e Portugal. Os dados referem-se à posição em final de janeiro de 2018.

76. Até ao final de janeiro de 2018, o Eurosistema tinha adquirido 31 524 milhões de euros de títulos de dívida pública portuguesa (valor contabilístico).

77. Recorde-se que em termos de registo estatístico das operações em títulos, o setor de contraparte considerado é o setor emissor/detentor do título e não o setor vendedor do título. Neste caso, a venda de títulos emitidos pelas AP por parte de um não residente ao Banco de Portugal envolve uma redução dos passivos das AP face a não residentes (operação que é registada na balança de pagamentos) e um aumento dos passivos face ao Banco de Portugal.

78. No caso das compras de títulos incluírem ações, a compras de ações de empresas nacionais, por parte do Banco de Portugal, que estivessem em carteira de entidades externas, não alterariam a PII, mas implicariam o aumento da dívida externa. Isto porque a redução de passivos externos, sendo nas rubricas de capital, não estariam incluídas na dívida externa, mas o aumento de passivos do Banco de Portugal sim.

Figura C12.1 • Representação esquemática da compra de títulos de dívida pública portuguesa a uma entidade não residente no âmbito do *expanded asset purchase programme* (APP)



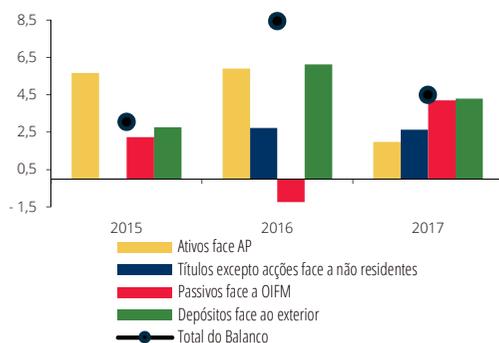
Nota: Neste esquema, os registos referentes às contrapartidas da mesma operação sobre um instrumento financeiro estão codificados na mesma cor, para uma melhor identificação da operação no setor de contraparte. Os restantes elementos dos balanços dos setores que não são diretamente relevantes na operação ilustrada estão codificados a branco.

No balanço do Banco de Portugal, os impactos das medidas não convencionais de política monetária refletiram-se essencialmente, no lado do ativo, na carteira de títulos face às AP, e, no lado do passivo, nos depósitos face ao exterior (Gráfico C12.1).

Desde o início de 2015, o Banco de Portugal aumentou significativamente a carteira de títulos de dívida pública portuguesa, de 0,6% do PIB em final de 2014 para 14,1% do PIB em final de 2017. A contrapartida desta variação do ativo foi, do lado do passivo, essencialmente o aumento dos depósitos face ao exterior, onde são registados os passivos do TARGET. Este resultado evidencia o facto de os títulos adquiridos pelo Banco de Portugal terem sido vendidos essencialmente por entidades não residentes. Em contrapartida, os passivos face a OIFM residentes (reservas) tiveram um aumento muito mais reduzido.

Um aspeto a salientar é que este aumento do endividamento externo do Banco de Portugal tem uma natureza diferente do que ocorreu em 2010 (Gráfico C12.2). Nesse ano, o setor bancário aumentou substancialmente o recurso a financiamento do Eurosistema – via Banco de Portugal – num contexto de fortes restrições ao financiamento nos mercados financeiros internacionais. Desde 2015, o aumento dos passivos do TARGET é principalmente o reflexo da implementação do programa de compras alargadas de ativos. Uma vez que estas compras têm sido feitas maioritariamente a entidades não residentes, a liquidez injetada com a implementação do programa, no caso do Banco de Portugal, tem sido canalizada essencialmente para o exterior.

Gráfico C12.1 • Variação do balanço do Banco de Portugal | Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Gráfico C12.2 • Variação líquida de passivos da balança financeira | Em percentagem do PIB.



Fontes: Banco de Portugal e INE.

O gráfico C12.1 evidencia igualmente que os títulos exceto ações face a não residentes também aumentaram, no conjunto de 2016 e 2017, em mais de 5 pp do PIB. Esta variação, para além de ilustrar a gestão habitual de reservas feita pelo banco central, reflete, em particular no último ano, a aquisição de títulos emitidos por entidades supranacionais também no contexto das medidas não convencionais de política monetária.

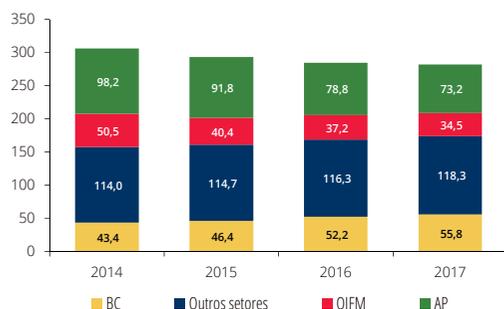
Impacto da política monetária não convencional na PII

Considerando a posição externa da economia portuguesa face ao exterior medida pela PII, as operações de política monetária analisadas nesta caixa conduzem a uma alteração da sua composição setorial e por categoria funcional (Gráficos C12.3 e C12.4).

Em termos setoriais, assiste-se a um aumento dos passivos externos do Banco de Portugal, por contrapartida de uma redução dos passivos externos das AP.

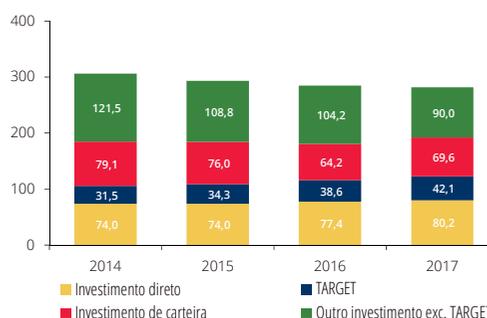
Em termos de categoria funcional, assistiu-se a uma redução dos passivos de investimento de carteira (onde são registados os passivos sob a forma de títulos de dívida das AP), compensado por um aumento dos passivos do TARGET.

Gráfico C12.3 • Evolução setorial dos passivos externos da economia portuguesa | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Gráfico C12.4 • Evolução por categoria funcional dos passivos externos da economia portuguesa | Em percentagem do PIB



Fontes: BCE, Banco de Portugal e INE.

Em conclusão, as medidas não convencionais de política monetária adotadas pelo Eurosistema nos últimos anos implicaram uma expansão do balanço do Banco de Portugal, uma alteração setorial dos fluxos de financiamento da economia e uma alteração da composição setorial quer da PII, quer da dívida externa.





II Tema em destaque

As decisões de financiamento das empresas portuguesas: factos estilizados e desenvolvimentos recentes

As decisões de financiamento das empresas portuguesas: factos estilizados e desenvolvimentos recentes

Introdução

Os últimos dez anos foram marcados pelas consequências globais da crise financeira internacional e, mais tarde, da crise da dívida soberana na área do euro. Estes eventos transformaram o sistema financeiro global e o financiamento das economias, expondo vulnerabilidades associadas aos riscos assumidos pelo sistema financeiro e ao endividamento de famílias e empresas. O reforço da regulação bancária e a implementação de iniciativas para melhorar o funcionamento dos mercados de dívida titulada na Europa tenderão a contribuir para alterar algumas dimensões do financiamento das empresas. Neste enquadramento, este Tema em destaque analisa a evolução do acesso a financiamento externo das empresas portuguesas ao longo da última década através de diferentes instrumentos de dívida. Para tal, explora-se de forma integrada um vasto conjunto de informação sobre dívida financeira das empresas portuguesas, em particular no que respeita a empréstimos bancários e emissões de dívida.

A maior parte das análises sobre este tema, em Portugal e na Europa, discute o processo gradual de desalavancagem das empresas. Por outras palavras, restrições de procura e de oferta de crédito fizeram com que, em termos agregados, as empresas se tornassem menos endividadas. Contudo, nem todas as empresas recorrem à utilização de instrumentos de dívida. Na verdade, para o conjunto de empresas com atividade em Portugal em 2016, apenas 56% (representando 87% do ativo total das empresas) recorria à utilização de dívida.¹

Quando uma empresa considera recorrer a dívida financeira, existem conceptualmente duas alternativas principais: pedir um empréstimo, tipicamente junto de um banco, ou emitir um título de dívida no mercado. No entanto, para a maior parte das empresas, esta não é na verdade uma escolha. As empresas de menor dimensão geralmente não têm a escala necessária para considerar a possibilidade de se financiar nos mercados de dívida. Nos Estados Unidos, onde os mercados de capitais têm uma dimensão muito mais expressiva, apenas uma pequena percentagem das empresas tem acesso aos mercados de dívida. Entre as empresas cotadas em bolsa, apenas cerca de 20% recorre aos mercados de dívida.² Na área do euro, em 2017 apenas 3% das grandes empresas tinha emitido obrigações.³ Para as PME, conforme esperado, esta

1. Tendo por base a percentagem de empresas que reportaram valores não nulos na rubrica “financiamentos obtidos” na Central de Balanços do Banco de Portugal, que abrange todas as empresas com atividade em Portugal. Esta rubrica inclui, entre outros, os financiamentos obtidos junto de bancos, nos mercados, participantes de capital, subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos e outros financiadores.
2. Esta estimativa refere-se a informação do ano 2000 disponível num artigo de Faulkender and Petersen (2006), “Does the Source of Capital Affect Capital Structure?”, *Review of Financial Studies*, 19, issue 1, p. 45-79. Este valor refere-se à percentagem de empresas no Compustat (base de dados com informação de empresas norte-americanas cotadas) com notação de *rating* atribuída, o que é considerado como uma *proxy* para captar a capacidade que as empresas terão para emitir dívida em mercado.
3. De acordo com as respostas ao inquérito SAFE (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*), conduzido pelo Banco Central Europeu e pela Comissão Europeia. As respostas referem-se ao primeiro semestre de 2017 e são ponderadas.

percentagem é ainda menor (1%). Em Portugal, os valores são exatamente iguais aos observados para o conjunto da área do euro.⁴

Nos últimos anos têm sido desenvolvidas várias iniciativas, a nível europeu e nacional, para promover o acesso a financiamento nos mercados de dívida. Alguma evidência disponível sugere que o financiamento de mercado pode ser menos cíclico do que o financiamento bancário⁵. Para além disso, a diversificação das fontes de financiamento, em termos de instrumentos e geografias, permite às empresas diminuir a sua exposição a choques idiossincráticos que afetem a concessão de empréstimos bancários. Esta diversificação também tem associada uma dimensão positiva para os bancos, por via de uma menor concentração das suas exposições.

O objetivo deste Tema em destaque é caracterizar as decisões de financiamento das empresas portuguesas, tendo em consideração os vários instrumentos disponíveis. Existe um aumento do recurso a financiamento de mercado? Quais são as empresas a explorar mais o acesso a mercados? Em que condições está este financiamento a ser efetuado? Que desafios persistem? Através de uma análise de várias fontes de informação estatística complementares, procura dar-se uma resposta a estas questões.⁶

Os dados sugerem um processo gradual de desintermediação financeira a nível doméstico, estando as empresas portuguesas a diminuir o financiamento junto de bancos portugueses e, em contrapartida, a aumentar o financiamento por empréstimos e títulos de dívida no exterior. Contudo, apenas um conjunto muito reduzido de empresas, sobretudo de grande dimensão, tem acesso a estas alternativas de financiamento. As restantes têm vindo a equilibrar a sua estrutura de financiamento através do reforço dos capitais próprios, essencialmente por via da acumulação de resultados, contribuindo para o processo gradual de desalavancagem das empresas portuguesas.

O que mudou na última década?

A crise financeira global e a crise da dívida soberana na área do euro deixaram marcas na estrutura de financiamento das empresas portuguesas. Uma das consequências mais visíveis foi uma redução gradual do endividamento das empresas, em particular nos últimos anos. A persistente contração dos empréstimos concedidos pelos bancos portugueses ao longo da última década terá contribuído de forma significativa para este processo gradual de desalavancagem. No entanto, quando se considera o crédito total concedido às empresas – que inclui não só os empréstimos mas também os

4. Para grandes empresas portuguesas, este valor é obtido tendo por base a percentagem de empresas da Central de Balanços do Banco de Portugal com informação no Sistema Integrado de Estatísticas de Títulos (SIET) no final de 2016, dado que o SAFE não inclui um número representativo de grandes empresas portuguesas. Deste modo, os valores podem não ser inteiramente comparáveis. Para PME's, o valor obtido é igual em ambas as fontes. No âmbito da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de maio de 2003 (2003/361/CE) as micro empresas são definidas como aquelas com menos de 10 trabalhadores e menos de 2 milhões de euros de volume de negócios, as pequenas empresas são aquelas com menos de 50 empregados e menos de 10 milhões de euros de volume de negócios; as empresas médias são aquelas com menos de 250 empregados e um volume de negócios inferior a 50 milhões de euros. Todas as restantes empresas são consideradas grandes empresas.

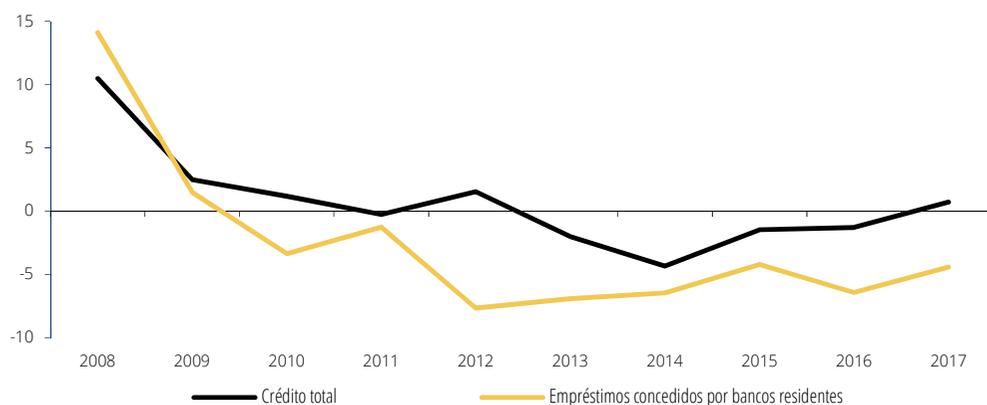
5. Fiore and Uhlig (2015), "Corporate Debt Structure and the Financial Crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(8), 1571-1598.

6. Este Tema em Destaque não irá analisar o acesso a outras fontes alternativas de financiamento, tais como *crowd-funding*, *peer-to-peer lending* ou *micro-funding*. A magnitude destas formas de financiamento é bastante inferior e, para além disso, a informação estatística disponível é mais dispersa, dificultando uma análise coerente. As principais fontes de informação consideradas neste Tema em Destaque são Contas Financeiras, Central de Balanços, Sistema Integrado de Estatísticas de Títulos, Central de Responsabilidades de Crédito e informação de base para a compilação de Estatísticas Monetárias e Financeiras, todas disponíveis no Banco de Portugal. Devido à diversidade das fontes de informação, não é possível assegurar uma integral consistência nos períodos em análise. É sempre apresentada a informação mais recente para cada base de dados e tenta-se cobrir, sempre que possível, pelo menos os últimos 10 anos.

títulos, o crédito concedido por outros setores, e o crédito comercial, a contração observada é substancialmente menor (Gráfico 1).

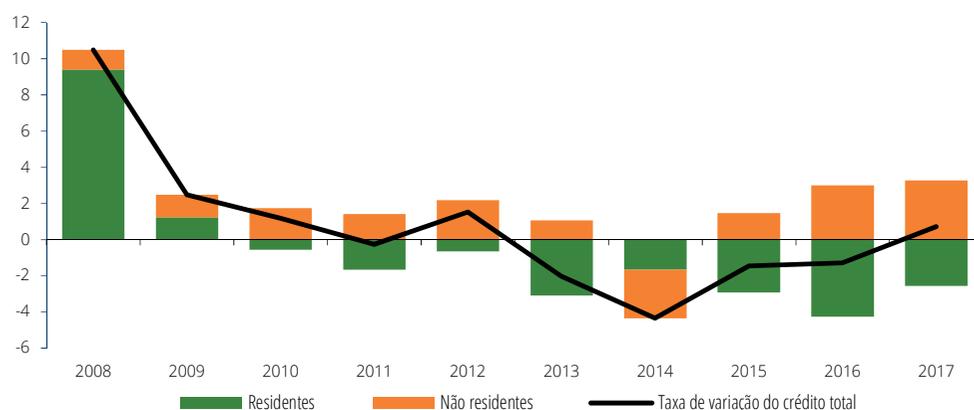
Uma parte do diferencial entre a evolução do crédito total e dos empréstimos concedidos pelos bancos residentes é explicada com a evolução do financiamento das empresas portuguesas no exterior. Conforme ilustrado no gráfico 2, o financiamento obtido junto de não residentes contribuiu de forma positiva para a variação do crédito concedido a empresas portuguesas em todos os anos com a exceção de 2014. Em contraste, o financiamento junto de residentes tem contribuído negativamente para a variação do crédito desde 2010.

Gráfico 1 • Taxa de variação homóloga do crédito total e empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 2 • Contributos para a variação homóloga do crédito total a empresas não financeiras por contraparte | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

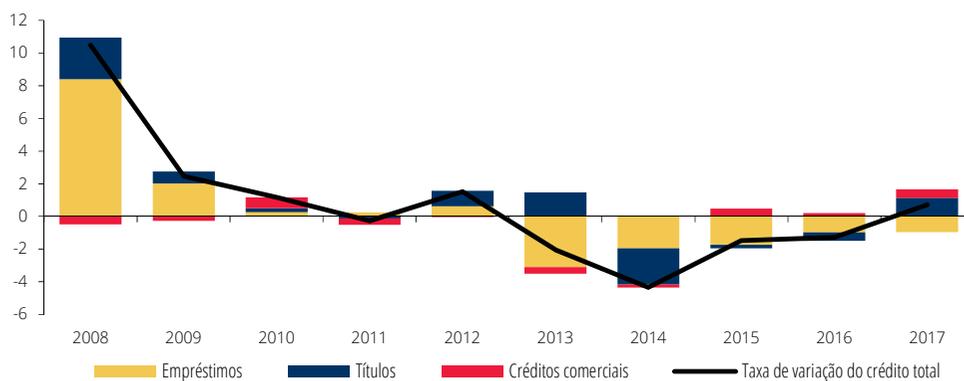
A substituição de financiamento intermediado por bancos residentes por financiamento direto junto de não residentes tem subjacente um processo gradual de desintermediação financeira a nível doméstico (Caixa 1, "Financiamento direto e intermediado às sociedades não financeiras"). Antes da crise financeira global, os bancos portugueses financiavam-se significativamente no exterior, canalizando os recursos obtidos para a concessão de crédito em Portugal. O financiamento dos bancos no exterior reduziu-se durante este período. Os bancos residentes diminuíram o seu papel no

financiamento das empresas portuguesas, que passaram a suprir parte das suas necessidades de financiamento diretamente junto de não residentes, o que se consubstancia no referido processo de desintermediação financeira a nível doméstico.

No entanto, o aumento do financiamento direto junto de não residentes foi menor que a contração dos empréstimos bancários de residentes, traduzindo-se num processo de desalavancagem gradual das empresas portuguesas. Este processo não reflete apenas potenciais restrições na oferta de crédito, sendo também influenciado por uma contração da procura de crédito durante a última década (em particular por parte das empresas com menos risco), pela saída de empresas do mercado e por uma correção gradual de desequilíbrios na estrutura de capital de algumas empresas que, no seu conjunto, continuam a posicionar-se junto das mais endividadas na Europa. A Caixa 2 “Evolução do endividamento das empresas em Portugal”, neste Tema em Destaque, ilustra os mecanismos de ajustamento das empresas durante o processo de desalavancagem entre 2011 e 2016. Este processo, que foi particularmente expressivo em 2015 e 2016, esteve associado a um reforço dos capitais próprios (essencialmente por via da acumulação de resultados líquidos positivos). A contração da dívida financeira e não financeira também foi relevante, ainda que de forma não tão expressiva.⁷ Deste modo, conforme discutido na Caixa 2, as empresas têm vindo a convergir para estruturas de capital menos dependentes de financiamento externo, através da acumulação de resultados.⁸

O conceito de crédito total engloba três instrumentos de financiamento: empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais. A componente que mais se destaca para explicar a contração do crédito total a partir de 2013 são os empréstimos bancários (Gráfico 3). A emissão de títulos de dívida contribuiu para contrariar este efeito apenas em alguns anos. O seu contributo foi positivo até 2013. Nos anos seguintes este contributo foi globalmente negativo, tendo voltado a ser positivo apenas em 2017. Por seu turno, os créditos comerciais têm contributos reduzidos em quase todos os anos.

Gráfico 3 • Contributos para a variação homóloga do crédito total a empresas não financeiras por instrumento de dívida | Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

Dado que os financiamentos junto de residentes e de não residentes têm contributos quase diametralmente opostos (Gráfico 2), é importante compreender quais os instrumentos de financiamento que explicam esta substituição. A evolução negativa do contributo dos residentes é essencialmente

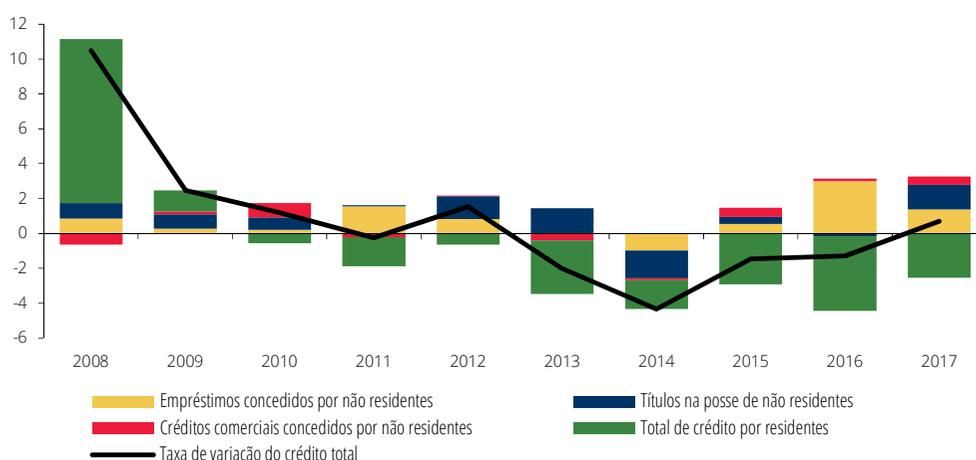
7. Existe um outro fator importante por trás deste processo de desalavancagem: o encerramento de um número expressivo de empresas com dívida (Caixa 3.2.1 | A dinâmica de mercado e a desalavancagem das empresas portuguesas, *Boletim Económico* de maio de 2017 do Banco de Portugal).

8. Esta evolução é consistente com o aumento da poupança das empresas, analisada no Tema em Destaque “Dinâmica de poupança e investimento das empresas portuguesas”, no *Boletim Económico* de junho de 2017 do Banco de Portugal.

explicada pela contração dos empréstimos concedidos por bancos residentes e, em muito menor escala, pelos títulos de dívida detidos por investidores residentes. O gráfico 4 apresenta a desagregação dos contributos de não residentes. Os créditos comerciais foram responsáveis por um contributo positivo apenas nos últimos três anos, assumindo uma magnitude inferior à dos outros dois instrumentos. O contributo relativo dos títulos e dos empréstimos financiados no exterior variou significativamente ao longo do período, com um contributo positivo em quase todos os anos, com a exceção de 2014. Desta forma, o financiamento obtido junto de não residentes aumentou significativamente, com os títulos de dívida a contribuir em cerca de 40% para este aumento e os empréstimos em cerca de 60%.

Em suma, a contração dos empréstimos concedidos pelos bancos portugueses foi acompanhada, em menor medida, por um aumento do recurso a dívida titulada e empréstimos junto de não residentes. Os créditos comerciais concedidos por não residentes tiveram um contributo pouco expressivo. Dado este menor contributo e a impossibilidade de explorar informação granular ao nível das empresas sobre este instrumento, o Tema em Destaque irá focar-se essencialmente na escolha entre empréstimos e títulos de dívida, tanto junto de investidores residentes como no exterior.

Gráfico 4 • Contributos para a variação homóloga do crédito total a empresas não financeiras por contraparte e instrumento de dívida | Em percentagem e pontos percentuais

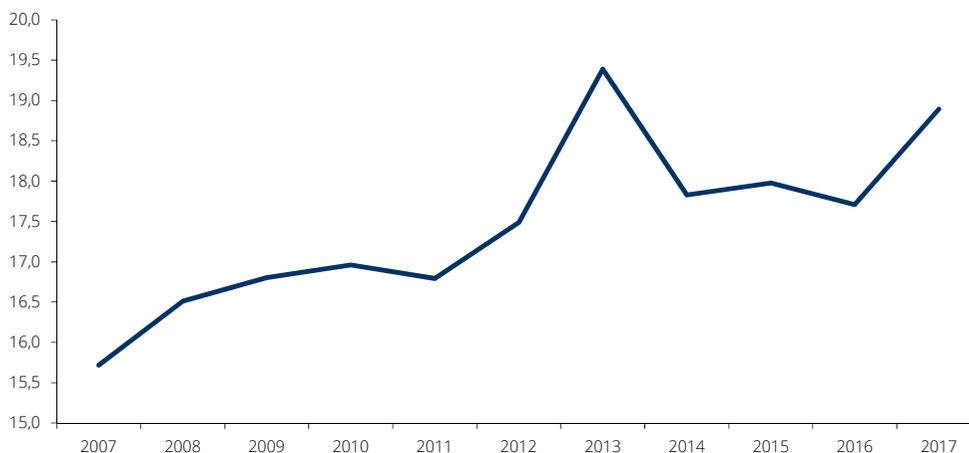


Fonte: Banco de Portugal.

Se considerarmos apenas estes dois instrumentos, verificamos que os títulos têm vindo a representar, em termos relativos, uma parte cada vez mais importante do financiamento das empresas (Gráfico 5). Quando se considera o conjunto da dívida financeira das empresas sob a forma de empréstimos e títulos no final de 2017, verifica-se que 19% do financiamento das empresas portuguesas era contraído nos mercados de capitais. Para o conjunto da área do euro, este valor é substancialmente inferior: apenas 12% da dívida financeira se referia a títulos, no mesmo período.⁹ Com base nestes valores, as empresas portuguesas encontram-se menos dependentes de financiamento bancário do que as empresas europeias, em termos agregados. No entanto, é importante notar que uma parte deste financiamento por títulos inclui papel comercial colocado junto de bancos portugueses e que existe alguma volatilidade associada à emissão de títulos.

9. Nos Estados Unidos, cerca de 48% da dívida financeira assume a forma de títulos.

Gráfico 5 • Peso dos títulos de dívida no total de dívida financeira das empresas não financeiras | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Estas tendências têm sido amplamente documentadas em publicações anteriores do Banco de Portugal. Neste Tema em destaque, procuramos explorar várias fontes de informação complementares que nos permitam compreender melhor esta alteração estrutural no financiamento da economia portuguesa.

Que empresas foram responsáveis por esta mudança?

Na secção anterior concluiu-se que o financiamento das empresas portuguesas junto de residentes, em particular via empréstimos bancários, se contraiu significativamente ao longo da última década. Esta contração foi acompanhada por um aumento do financiamento no exterior, sobretudo por via de empréstimos e títulos. Nesta secção utilizar-se-á informação micro disponível para as empresas portuguesas de forma a compreender melhor estas alterações, em particular no que respeita a dimensão e setores de atividade.

Em primeiro lugar, é importante ter presente que apenas cerca de metade das empresas portuguesas se financia com recurso a dívida. Este valor não se alterou de forma visível ao longo da última década. No entanto, existe uma grande heterogeneidade no acesso a financiamento. No universo de micro empresas, que representam quase 90% das empresas portuguesas, apenas 53% reporta ter obtido financiamentos em 2016.¹⁰ Para as pequenas empresas, este valor passa para 82%, o que não difere muito dos 87 e 88% reportados, respetivamente, para médias e grandes empresas. Esta heterogeneidade estará necessariamente subjacente às alterações agregadas no financiamento da economia, dado o peso significativo das médias e grandes empresas (56% do valor dos financiamentos obtidos).

Financiamento por títulos de dívida

No final de 2017, os títulos de dívida representavam cerca de 19% do financiamento das empresas por empréstimos e títulos (Gráfico 5). Também os títulos se distribuem de forma muito

10. Com base na informação reportada para efeitos de Informação Empresarial Simplificada (IES), cuja informação é integrada na Central de Balanços do Banco de Portugal.

desigual pelas empresas. Apenas uma pequena percentagem de empresas é responsável por emissões de títulos de dívida (0,12% das empresas; 1% se forem excluídas as micro empresas).¹¹ Estes valores comparam com 4% para as empresas médias e 14% para as grandes empresas.

Contudo, ao contrário do que se poderia esperar com base na evidência até aqui apresentada, o número de emittentes não tem vindo a aumentar na última década. Na verdade, o número de empresas com emissões vivas de títulos diminuiu de cerca de 800 empresas em 2008 para menos de 500 em 2014. Posteriormente, observa-se uma recuperação gradual. No final de 2017, existiam mais de 600 emittentes com títulos de dívida. A dívida titulada inclui dois instrumentos principais: obrigações e papel comercial. Em termos conceptuais, a principal distinção entre estes dois instrumentos é a sua maturidade, tipicamente mais longa no caso das obrigações. No entanto, em Portugal é comum o papel comercial emitido pelas empresas ser detido essencialmente pelos bancos, sendo deste modo um substituto próximo dos empréstimos bancários. O número de emittentes de obrigações é substancialmente inferior, sendo que no final de 2017 existiam pouco mais de 100 emittentes em Portugal (Gráfico 6).

Gráfico 6 • Número de sociedades não financeiras emittentes de títulos de dívida | Em unidades



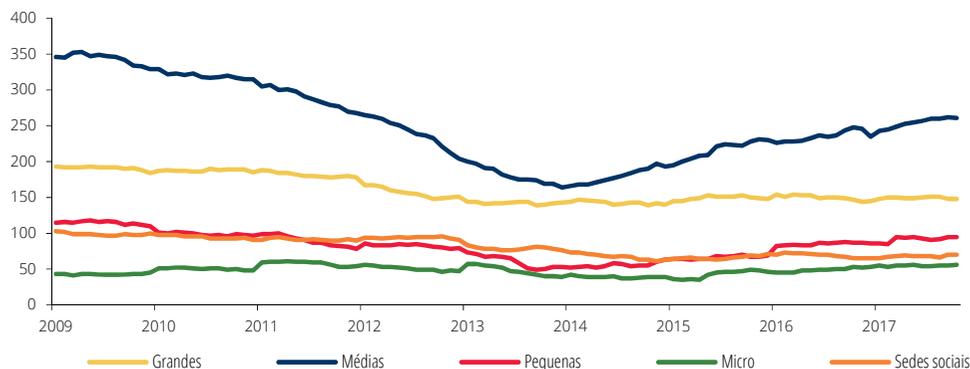
Fonte: Banco de Portugal.

Quando se desagrega os emittentes por dimensão, constata-se que a maior parte dos emittentes não são grandes empresas, mas antes empresas de média dimensão (Gráfico 7). São na verdade estas as principais responsáveis pela redução do número de emittentes até 2014, estando esta evolução associada essencialmente a emissões de papel comercial. Não obstante, o número de grandes emittentes também diminuiu, ainda que de forma menos expressiva, ao longo da última década. Existe algum aumento do número de emittentes micro e pequenos nos últimos anos. Tal pode refletir dificuldades na classificação de sedes sociais recém-criadas.¹²

11. Estes valores são obtidos com base no número de emittentes no Sistema Integrado de Estatísticas de Títulos (SIET) e no número de empresas que reportam a Informação Empresarial Simplificada (IES), cuja informação é integrada na Central de Balanços do Banco de Portugal. De acordo com os dados do SAFE, um inquérito conduzido pelo BCE e pela Comissão Europeia a empresas, este valor é semelhante: 0,9% das PMEs portuguesas tinha acesso ao mercado de capitais em meados de 2017.

12. As sedes sociais incluem as sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) integradas no setor das sociedades não financeiras. As SGPS são classificadas com base no setor de atividade, tendo em consideração a CAE declarada. Contudo, existem outras empresas que funcionam como SGPS mas que se inserem noutros setores de atividade. Com base na análise da informação contabilística, é possível classificá-las posteriormente como SGPS.

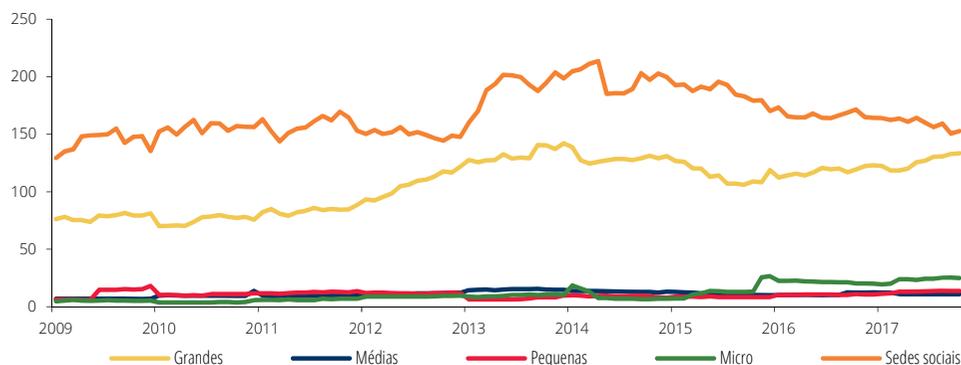
Gráfico 7 • Número de sociedades não financeiras emitentes de títulos de dívida por dimensão
| Em unidades



Fonte: Banco de Portugal.

A avaliação dos montantes médios de títulos de dívida por emitente permite ordenar as empresas por dimensão da forma esperada: os maiores montantes médios estão associados a grandes empresas e a sedes sociais e são estes que têm vindo a aumentar (Gráfico 8). Os montantes médios associados a micro, pequenas e médias empresas são pouco expressivos e globalmente estáveis. Para avaliar qual a representatividade do financiamento por títulos na estrutura de dívida das empresas, decompõe-se a informação do gráfico 5 por dimensão da empresa (Gráfico 9). Verifica-se que existe uma profunda heterogeneidade entre as grandes empresas e as restantes. Quando se considera o financiamento por via de empréstimos bancários e títulos, observa-se que apenas 6% da dívida das micro, pequenas e médias empresas tem a forma de títulos. Para as grandes empresas e sedes sociais, este valor situa-se em 35%.

Gráfico 8 • Montante médio de títulos de dívida por dimensão | Em milhões de euros

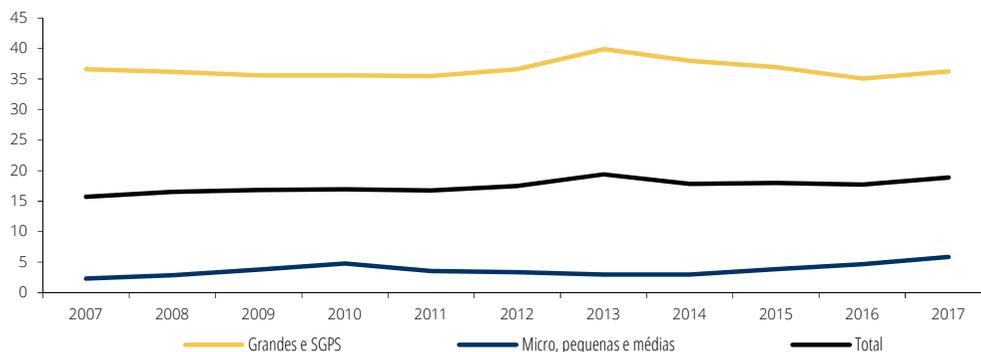


Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Saldo vivo. Montante médio calculado como o rácio entre o montante total e o número de emitentes para cada dimensão.

Em termos agregados, tinha-se concluído que o peso dos títulos no financiamento por títulos de dívida e empréstimos bancários aumentou de 15% para 19% entre 2007 e 2017. Este aumento também não foi transversal a todas as empresas, conforme ilustrado no gráfico 9. Contudo, neste caso o aumento verificado não se atribui às maiores empresas. O financiamento por títulos das grandes empresas e sedes sociais até diminuiu ligeiramente durante a última década, passando de 37% para 35%. Em contrapartida, a sua importância mais do que duplicou para as empresas de menor

dimensão. Para o conjunto das micro, pequenas e médias empresas, o financiamento por títulos passou de 2,4% para 6%. Este aumento foi significativo em particular nos últimos três anos. Deste modo, apesar de pouco expressivo, o financiamento de PME através de dívida titulada tem vindo a contribuir para uma evolução agregada positiva¹³.

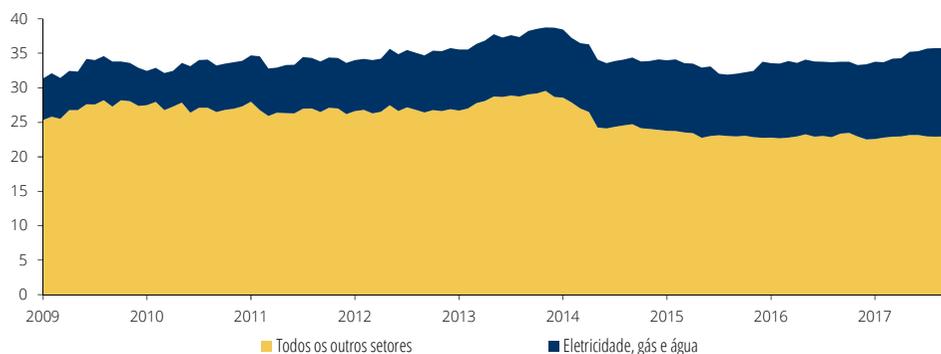
Gráfico 9 • Peso dos títulos de dívida no total de dívida financeira das empresas não financeiras por dimensão | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

No entanto, este retrato agregado esconde diferenças significativas entre o setor da eletricidade e os restantes (Gráfico 10). Para as empresas integradas no setor da eletricidade, gás e água, observa-se uma substituição de papel comercial por obrigações num montante elevado. Para além disso, foi neste setor que se observou um crescimento mais significativo do financiamento por via de títulos. Na verdade, quando se exclui este setor, a dívida titulada não aumenta durante a última década.

Gráfico 10 • Títulos de dívida emitidos por sociedades não financeiras | Em milhares de milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Saldo vivo.

A análise detalhada por setores de atividade confirma que existem diferenças significativas entre setores (Gráfico 11). O setor da eletricidade destaca-se não apenas em termos do aumento do financiamento por via de títulos, mas também por via de empréstimos, quando se analisa a variação

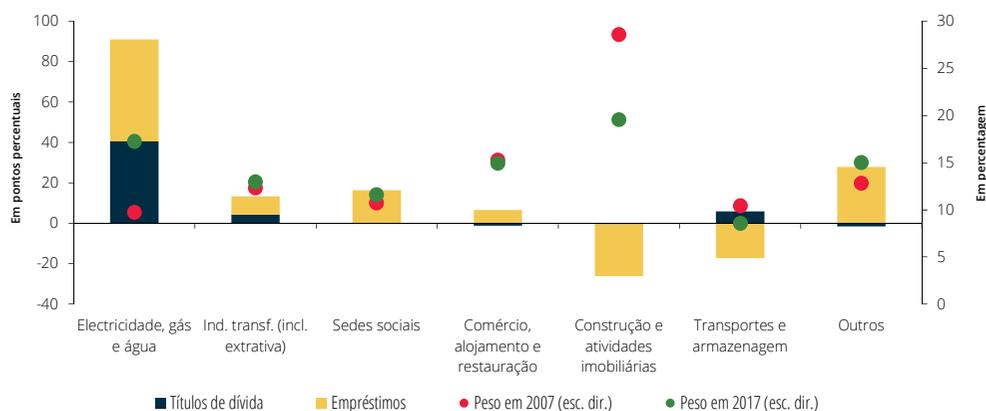
13. Mais uma vez, a evolução nos últimos anos pode estar relacionada com a dificuldade de classificação de sedes sociais recém-criadas como grandes empresas.

entre 2007 e 2017. Existe um outro setor onde se observa um aumento do financiamento na última década através destes dois instrumentos: a indústria transformadora. Contudo, a magnitude deste aumento é muito inferior à verificada no setor da eletricidade e o peso dos empréstimos bancários é substancialmente maior do que o da dívida titulada. O aumento verificado na indústria não está relacionado de forma linear com a dimensão das empresas, tendo sido superior para as empresas pequenas e grandes. As sedes sociais também registaram uma variação positiva do financiamento, mas apenas através de empréstimos bancários (tal como no setor do comércio, alojamento e restauração, e no conjunto dos outros setores). Nos restantes setores considerados (construção e atividades imobiliárias, e transportes e armazenagem) observou-se uma diminuição do crédito, sobretudo através da contração dos empréstimos bancários.

O financiamento por via de títulos aumentou apenas para as empresas do setor da eletricidade e, em menor grau, para as empresas de transportes e armazenagem e para a indústria transformadora.

Em suma, a evolução dos títulos de dívida das sociedades não financeiras na última década é caracterizada por um aumento do financiamento oriundo de não residentes, acompanhado por uma ligeira diminuição do financiamento de residentes. Embora se observem alterações nos instrumentos (obrigações *versus* papel comercial), esta evolução é sobretudo determinada pelo setor da eletricidade, gás e água.

Gráfico 11 • Contributo para a evolução do total de dívida financeira das empresas não financeiras por setor de atividade e peso do setor no total da dívida financeira



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Para cada setor de atividade é calculado o contributo para a evolução do total de dívida financeira das empresas não financeiras entre 2007 e 2017. A soma dos dois contributos é igual à variação total da dívida financeira para um dado setor de atividade. O peso do setor no total da dívida financeira é calculado como o rácio entre o total de dívida num dado setor *j* e o total de dívida de todos os setores.

Financiamento por empréstimos

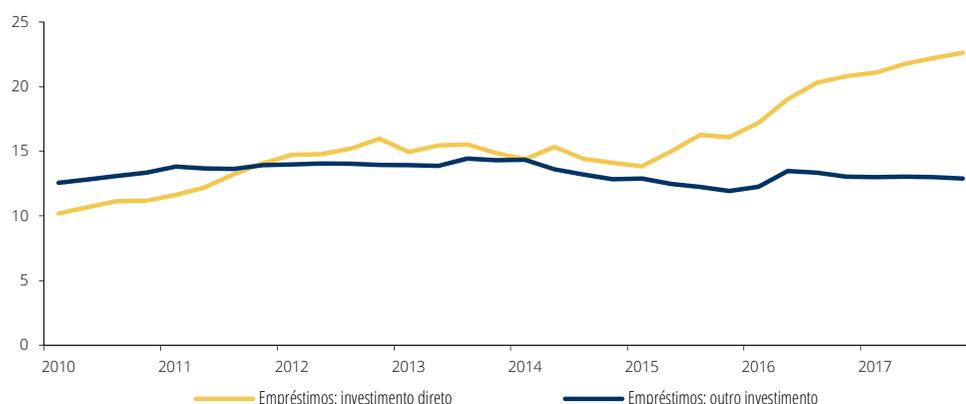
Em termos globais, a evolução dos empréstimos reflete particularmente uma redução do financiamento obtido junto dos bancos residentes, acompanhada pelo aumento do financiamento de não residentes. Se esta diminuição é sobretudo explicada pelo setor da construção e atividades imobiliárias (representa cerca de 60% da diminuição do financiamento junto de bancos residentes), o aumento volta a destacar o setor da eletricidade, gás e água, bem como os setores das sedes sociais, indústria transformadora e outros (em particular o setor de atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares).

Para compreender a evolução dos empréstimos obtidos junto de não residentes é preciso ter presente que estes podem ser obtidos através de investimento direto¹⁴ ou outro investimento. O investimento direto em empréstimos a sociedades não financeiras traduz, essencialmente, empréstimos de empresas não residentes a empresas residentes, onde há um controlo ou grau de influência significativo na gestão de uma empresa pela outra. O outro investimento em empréstimos a sociedades não financeiras pode resultar de qualquer outro tipo de empréstimo, embora seja determinado essencialmente por empréstimos obtidos junto de instituições financeiras não residentes.

Os valores apresentados no gráfico 12 mostram que o aumento do financiamento por empréstimos no exterior é integralmente explicado pelo investimento direto. Contudo, é importante considerar a maturidade destes empréstimos dada a sua natureza e diferente evolução. No caso do curto prazo, estão frequentemente envolvidas operações de *cashpooling* (aplicações de tesouraria) onde há algum grau de compensação entre posições de ativos e passivos. Esta situação já não se verifica nos empréstimos de longo prazo. O crescimento foi sobretudo determinado por um aumento de empréstimos de curto-prazo.

Para o outro investimento, os volumes envolvidos permaneceram globalmente estáveis nos últimos anos (Gráfico 12) e estão sobretudo associados a empréstimos de longo-prazo. Tal como na dívida titulada, apenas uma pequena percentagem das empresas se financia junto de bancos não residentes. No final de 2016, com base na informação disponível, apenas 0,14% das empresas tinha um empréstimo bancário junto de instituições financeiras não residentes. Mais uma vez, este valor esconde uma significativa heterogeneidade com base na dimensão das empresas. Pelo menos 2% das empresas médias e 13% das empresas grandes tinham uma relação bancária com um banco não residente, assumindo valores muito próximos dos observados para a percentagem de empresas que emitem títulos de dívida.¹⁵ Deste modo, apesar do importante contributo positivo do financiamento por empréstimos junto de não residentes, apenas um conjunto bastante limitado de empresas tem acesso direto a empréstimos bancários no exterior.

Gráfico 12 • Financiamento por empréstimos no exterior | Em milhares de milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

14. O investimento direto é uma categoria do investimento transfronteiriço através do qual um investidor residente numa economia tem o controlo ou um grau significativo de influência sobre a gestão de uma empresa residente noutra economia.

15. Estes valores baseiam-se na informação reportada por Centrais de Responsabilidade de Crédito com acordos de partilha de informação com a Central portuguesa. Referem-se essencialmente a empréstimos obtidos em Espanha e na Alemanha. Contudo, estes valores são limiares mínimos, por dois motivos. Em primeiro lugar, esta informação é reportada apenas por um conjunto limitado de países. Em segundo lugar, ao contrário do que acontece com a Central de Responsabilidades de Crédito portuguesa, a sua cobertura não é universal, abrangendo essencialmente empréstimos com montantes elevados.

Em suma, o aumento observado no financiamento no exterior por via de empréstimos no gráfico 4 deverá refletir essencialmente o financiamento entre empresas do grupo. Não obstante, é importante ter presente o peso dos veículos financeiros de empresas residentes. Se por um lado as empresas portuguesas não aparentam estar a aumentar a dívida titulada emitida em Portugal ou a financiar-se diretamente junto de instituições de crédito não residentes, os veículos financeiros de empresas residentes podem estar a emitir títulos no exterior ou a contrair empréstimos junto destas instituições de crédito não residentes, canalizando depois o financiamento obtido para as empresas portuguesas através de empréstimos.

Quais as condições de financiamento associadas?

Uma das principais conclusões da análise efetuada até aqui prende-se com o facto de o aumento da importância relativa do financiamento por títulos esconder uma heterogeneidade significativa entre as empresas portuguesas. Como seria de esperar, apenas um conjunto limitado de médias e grandes empresas consegue ter acesso aos mercados de emissão de títulos ou a empréstimos bancários no exterior. Esta heterogeneidade em termos da estrutura de financiamento tem um paralelo nos custos de financiamento relativos. As maiores empresas financiam-se tipicamente com custos inferiores (dada a sua escala e o seu menor risco, em termos médios). Por seu turno, o financiamento nos mercados de dívida tem subjacentes custos de financiamento geralmente inferiores aos do financiamento bancário, sobretudo desde o final de 2013 (Gráfico 13). Note-se que esta comparação não tem em consideração os custos associados às operações de emissão de dívida. Se esta informação fosse considerada, é possível que o diferencial não fosse tão elevado. Os custos subjacentes a estas emissões exigem uma escala de operação que habitualmente só será compensadora para as empresas de maior dimensão.

A diminuição significativa dos custos de financiamento nos mercados de dívida titulada, que assume valores próximos de zero ou mesmo negativos desde meados de 2016, deverá refletir em parte o programa de compra de ativos do BCE, em particular o *corporate sector purchase programme* (CSPP). No âmbito deste programa, o BCE tem vindo a adquirir diretamente títulos emitidos por empresas não financeiras da área do euro que cumpram alguns critérios de elegibilidade, existindo evidência de que tal tem contribuído para uma diminuição significativa das *yields* nestes mercados, tanto para as empresas elegíveis como para as não elegíveis.

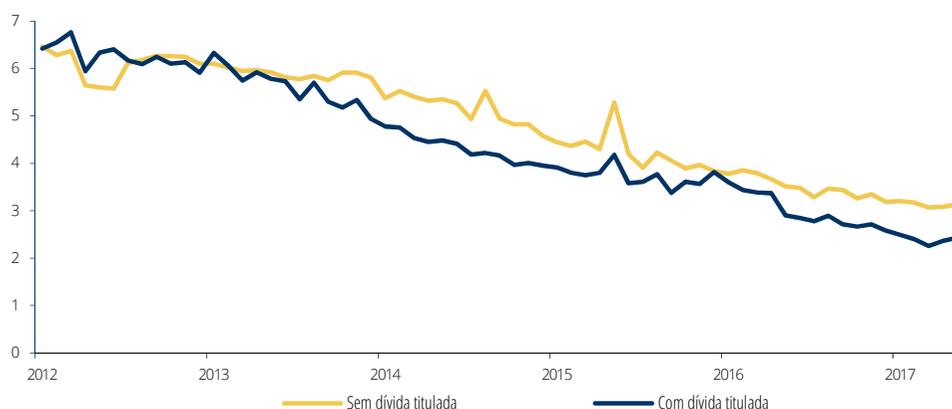
Gráfico 13 • Custo de financiamento das sociedades não financeiras com empréstimos e títulos de dívida em Portugal, em termos reais | Em percentagem



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

A evolução diferenciada dos custos de financiamento nos mercados de dívida ou junto de bancos residentes pode refletir o diferente tipo de empresas que se financia nestes dois universos. Para ultrapassar esta limitação da análise, no gráfico 14 apresenta-se a taxa de juro média dos novos empréstimos obtidos junto de bancos residentes pelo conjunto de empresas que emite títulos de dívida, comparada com as restantes. Estas empresas têm de facto acesso a taxas de juro mais reduzidas nos empréstimos bancários do que as restantes, refletindo o seu menor risco médio e a sua maior capacidade negocial, associados à sua dimensão e possivelmente à diversificação das fontes de financiamento. No entanto, estas taxas de juro são ainda assim superiores às da emissão de dívida, revelando dificuldades dos bancos portugueses em oferecer condições de financiamento competitivas a empresas que se conseguem financiar nos mercados internacionais de dívida.

Gráfico 14 • Taxa acordada anualizada | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Conclusões

Neste Tema em Destaque faz-se uma análise das alterações nas escolhas de instrumentos de financiamento das empresas portuguesas ao longo da última década. De um modo geral, está em curso um processo gradual de desintermediação financeira a nível doméstico, ou seja, as empresas portuguesas encontram-se progressivamente menos dependentes do financiamento junto de bancos portugueses, ainda que esta continue a ser a sua fonte de financiamento primordial.

A diminuição do financiamento junto de bancos residentes foi parcialmente compensada por duas vias: financiamento por empréstimos no exterior (sobretudo junto de empresas do mesmo grupo económico no exterior e, em menor escala, junto de bancos estrangeiros) e emissão de títulos de dívida, colocados sobretudo junto de não residentes. No caso do financiamento junto de empresas do mesmo grupo económico, uma parte pode refletir o financiamento obtido por essas empresas do grupo no exterior por via de títulos ou de empréstimos de bancos não residentes, sendo o financiamento obtido por essa via canalizado posteriormente para as empresas portuguesas através de empréstimos intra-grupo.

No entanto, apenas um conjunto muito reduzido de médias e grandes empresas tem acesso a estas alternativas de financiamento. Deste modo, os ajustamentos no balanço das empresas no âmbito do processo de desalavancagem em curso assumem diferentes formas, consoante a dimensão e o setor das empresas. As empresas sem acesso a alternativas aos empréstimos

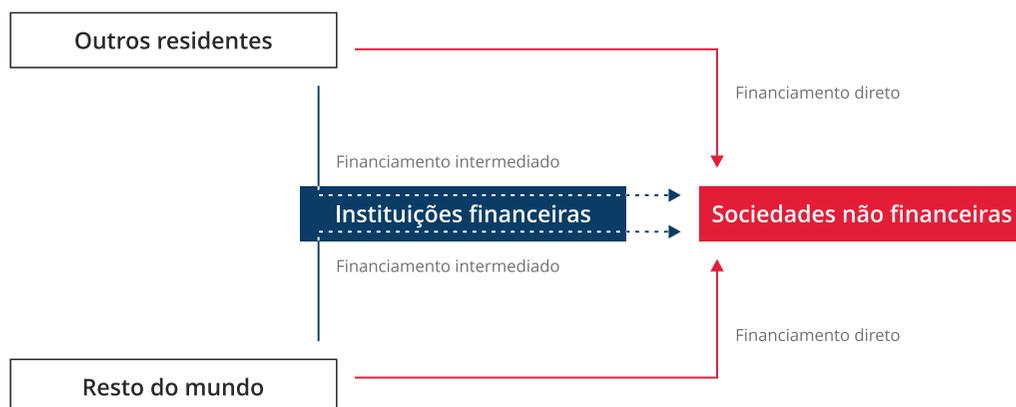
bancários em Portugal têm vindo a equilibrar a sua estrutura de financiamento através do reforço dos capitais próprios, em particular por via da acumulação de resultados.

Nos últimos anos têm surgido várias iniciativas nacionais e internacionais para estimular o acesso ao mercado de dívida, destacando-se por exemplo a Diretiva de Mercados de Capitais, o programa de compra de ativos do BCE (CSPP), o Programa Capitalizar e o Euronext Access. Contudo, apesar de o financiamento através do mercado de dívida se ter tornado proporcionalmente mais relevante na última década em Portugal, num contexto de forte contração dos empréstimos bancários, o acesso a estes mercados continua a estar disponível apenas para um conjunto muito limitado de empresas. O crescimento agregado desta fonte de financiamento reflete apenas um aumento do valor das emissões de um conjunto de empresas, que se manteve relativamente inalterado nos últimos anos.

Caixa 1 • Financiamento direto e intermediado às sociedades não financeiras

As instituições financeiras¹⁶ desempenham um papel fundamental enquanto detentoras de títulos de dívida e empréstimos de empresas não financeiras. Na qualidade de intermediárias financeiras, as instituições financeiras são um meio de outros setores e contrapartes deterem esses mesmos títulos e empréstimos indiretamente¹⁷ (Figura C1.1).

Figura C1.1 • Financiamento direto e intermediado às SNF



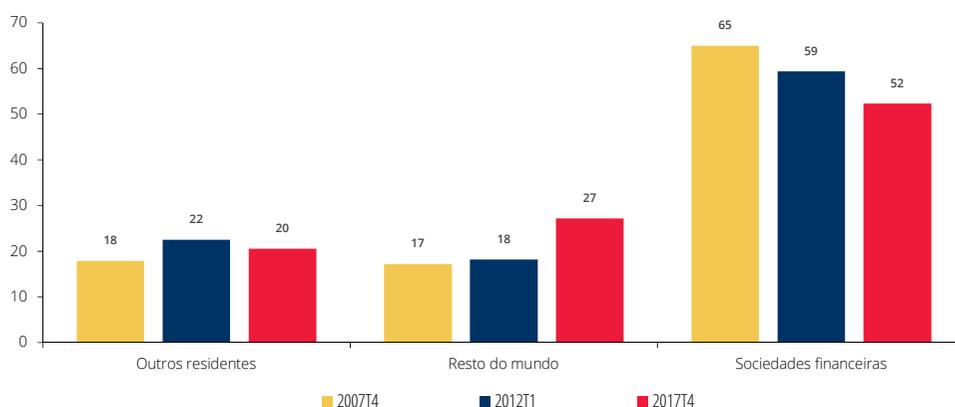
Nota: As sociedades não financeiras recebem financiamento direto de três contrapartes – resto do mundo, instituições financeiras e outros residentes. As instituições financeiras recebem financiamento direto de duas contrapartes – outros residentes e resto do mundo. As sociedades não financeiras recebem financiamento intermediado de duas contrapartes – resto do mundo e outros residentes. O total de financiamento intermediado, ou seja, a soma do financiamento intermediado dos outros residentes e do resto do mundo, é igual ao financiamento direto das instituições financeiras.

16. O conceito de instituições financeiras refere-se a todas as sociedades financeiras exceto o Banco Central.

17. Canalizando o financiamento que obtêm junto de particulares, sociedades não financeiras, administrações públicas e resto do mundo. O financiamento das instituições financeiras junto do Banco Central foi considerado como um financiamento do resto do mundo uma vez que o Banco Central é parte integrante do Eurosistema.

O gráfico C1.1 apresenta o peso do financiamento direto (empréstimos e títulos de dívida) às sociedades não financeiras (SNF), por contraparte, em três momentos do tempo.¹⁸ Entre 2007 e 2017, observa-se uma diminuição significativa do peso das instituições financeiras no total do financiamento de 65 para 53%, acompanhada por um aumento do peso dos não residentes (em 10 pontos percentuais). Este resultado sugere uma maior dependência das sociedades não financeiras face ao resto do mundo.

Gráfico C1.1 • Peso do financiamento direto por contraparte às SNF | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Dados não consolidados. Outros residentes inclui particulares, administrações públicas e sociedades não financeiras.

Contudo, uma vez que as instituições financeiras são canalizadoras de investimento que elas próprias obtêm via outros residentes ou resto do mundo, cada uma destas contrapartes está a financiar indiretamente as sociedades não financeiras. Utilizando o peso de cada contraparte no passivo das instituições financeiras¹⁹ é possível realizar um exercício onde se calcula o financiamento intermediado dessas mesmas contrapartes (Gráfico C1.2).²⁰ O financiamento intermediado de uma contraparte j não é mais do que o produto entre o financiamento direto das instituições financeiras e o peso do financiamento direto da contraparte j no total de financiamento das instituições financeiras. Por exemplo, no primeiro trimestre de 2012, os outros residentes contribuíram diretamente para 22% do total de financiamento das sociedades não financeiras e indiretamente para 34% (os outros residentes detinham cerca de 58% do total do passivo das instituições financeiras enquanto que as instituições financeiras contribuíram diretamente em cerca de 59% do total de financiamento das sociedades não financeiras: $0,34=0,58*0,59$).

O gráfico C1.3 apresenta o peso do total do financiamento direto e intermediado por contraparte. Neste período de análise, constata-se que as instituições financeiras residentes têm diminuído a sua exposição para com o resto do mundo, de tal forma que o peso dos não residentes no financiamento intermediado das sociedades não financeiras diminuiu (de 29% para 15%). Esta diminuição é de tal forma expressiva que compensa o aumento do financiamento direto desta contraparte.²¹ Dada a

18. 2007 T4, 2012 T1, 2017 T4.

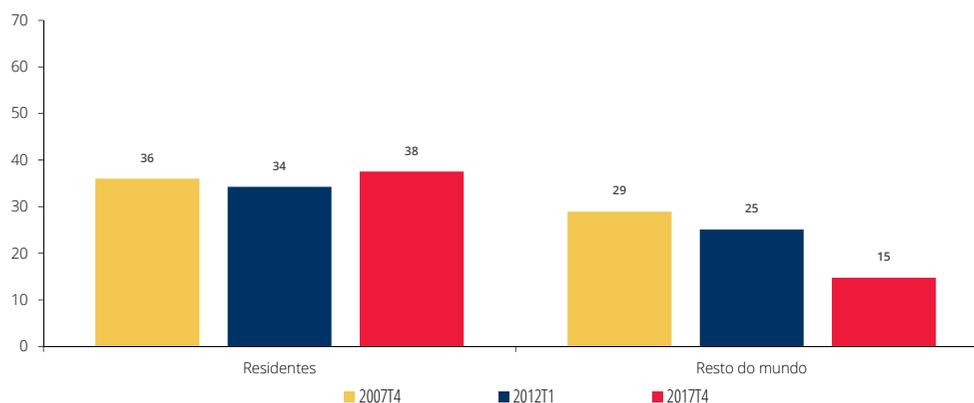
19. Por via de numerário e depósitos, títulos de dívida, empréstimos, ações ou unidades de participação em fundos de investimento e regimes de seguros, pensões e garantias standardizadas. Dados não consolidados.

20. Assumindo que a alocação do investimento é independente da fonte financiamento.

21. Esta evolução é consistente para dados consolidados e não consolidados.

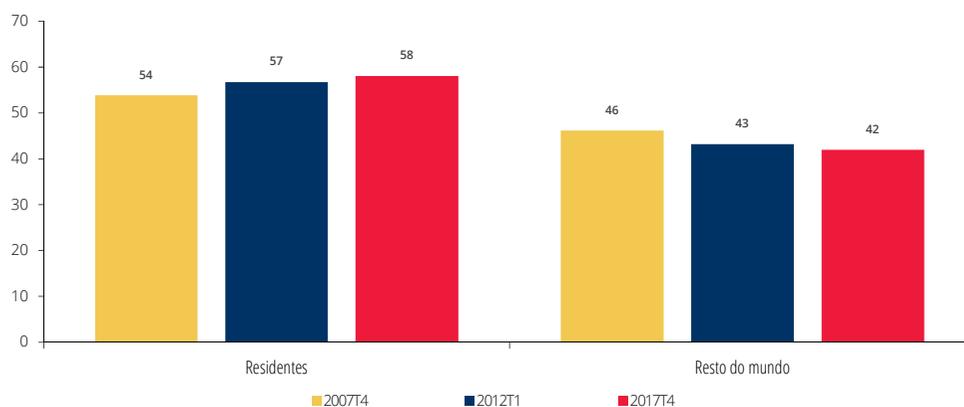
tendência de desintermediação financeira residente, este resultado sugere que as sociedades não financeiras não aumentaram o seu financiamento junto do resto do mundo, havendo, no entanto, uma substituição de financiamento intermediado por financiamento direto.

Gráfico C1.2 • Peso do financiamento intermediado por contraparte às SNF | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Dados não consolidados. Residentes inclui particulares, administrações públicas e sociedades não financeiras.

Gráfico C1.3 • Peso do total do financiamento direto e intermediado por contraparte às SNF | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Dados não consolidados. Residentes inclui particulares, administrações públicas e sociedades não financeiras.

Caixa 2 • Evolução da desalavancagem das empresas em Portugal

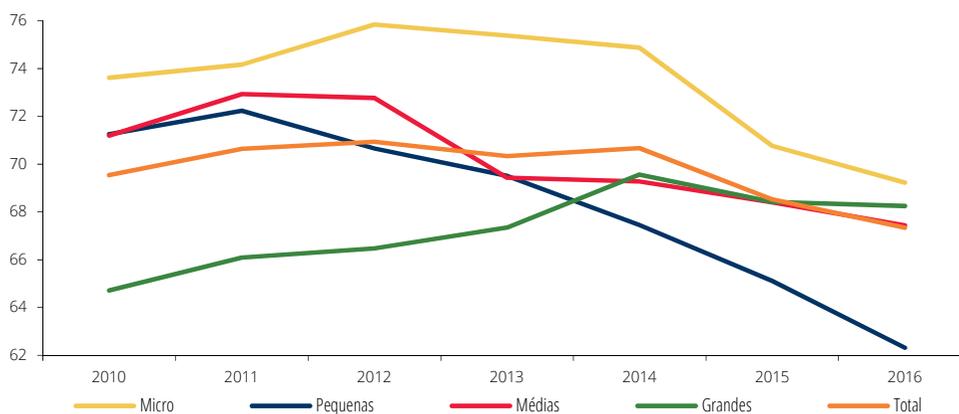
Os ativos de uma empresa podem ser financiados através dos recursos da empresa e dos seus acionistas (capital próprio) ou através dos recursos de entidades exteriores à empresa (dívida). O conceito de alavancagem traduz em que medida o ativo é financiado por dívida. Embora um maior nível de alavancagem possa permitir um maior retorno esperado para o acionista, este aumenta também as responsabilidades da empresa perante terceiros, o que contribui para um maior risco de incumprimento. Adicionalmente, em termos agregados, uma economia com níveis de alavancagem mais elevados encontra-se exposta a um maior risco de episódios de instabilidade financeira com efeitos perversos na forma como os recursos são alocados.

Esta caixa tem como objetivo analisar a evolução da alavancagem das sociedades não financeiras (SNF)²² em Portugal para o período compreendido entre 2010 e 2016, utilizando dados da Central de Balanços do Banco de Portugal. A análise centra-se no rácio de alavancagem, definido como o rácio entre a dívida e o ativo. Tendo em conta que o ativo corresponde à soma do capital próprio e da dívida, tem-se:²³

$$\text{Rácio de Alavancagem} = \frac{\text{Dívida}}{\text{Capital Próprio} + \text{Dívida}}$$

O rácio de alavancagem para a totalidade das empresas em Portugal era de 70% em 2010 (Gráfico C2.1). Entre 2010 e 2016 observou-se uma diminuição neste rácio de 2,2 pp. Esta redução concentrou-se nos dois últimos anos em análise, 2015 e 2016, e justifica-se sobretudo pela evolução do rácio de alavancagem das micro e pequenas empresas.

Gráfico C2.1 • Evolução do rácio de alavancagem, por ano e por dimensão | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

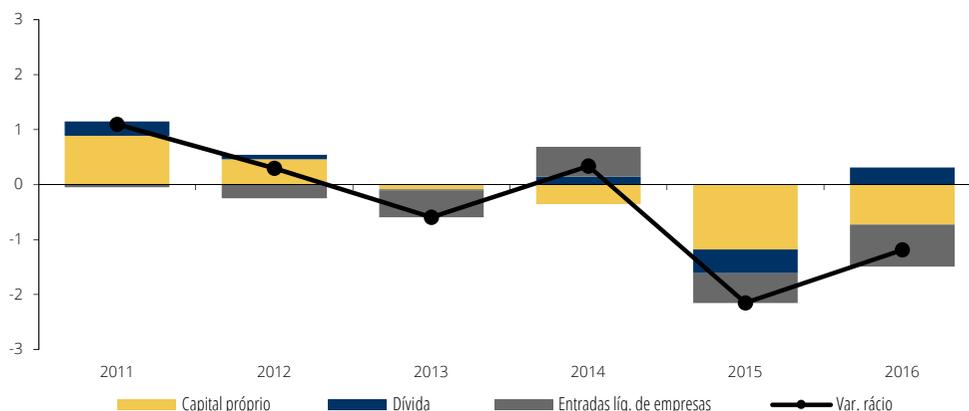
De forma a perceber melhor esta evolução do rácio de alavancagem, decompôs-se a sua variação em contributos relacionados com a evolução do capital próprio e da dívida das empresas que mantêm a sua atividade em dois anos consecutivos e contributo líquido das entradas e saídas de

22. As sedes sociais são excluídas desta análise.

23. Uma outra medida de alavancagem frequentemente utilizada é o rácio entre a dívida e o capital próprio.

empresas.²⁴ No gráfico C2.2 apresenta-se esta decomposição para o agregado das sociedades não financeiras. Valores positivos (negativos) dos contributos indicam um efeito no sentido de aumento (redução) do rácio de alavancagem. O capital próprio contribuiu para aumentar o rácio de alavancagem em 2011 e 2012 e contribuiu no sentido da sua redução a partir de 2013. Quando se expurga o efeito da entrada e saída de empresas, a contribuição da dívida para a evolução do rácio de alavancagem é pouco expressiva ao longo do período. Com exceção de 2014, a entrada líquida de empresas contribuiu de forma significativa para a redução da alavancagem.

Gráfico C2.2 • Variação anual do rácio de alavancagem e contributos | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

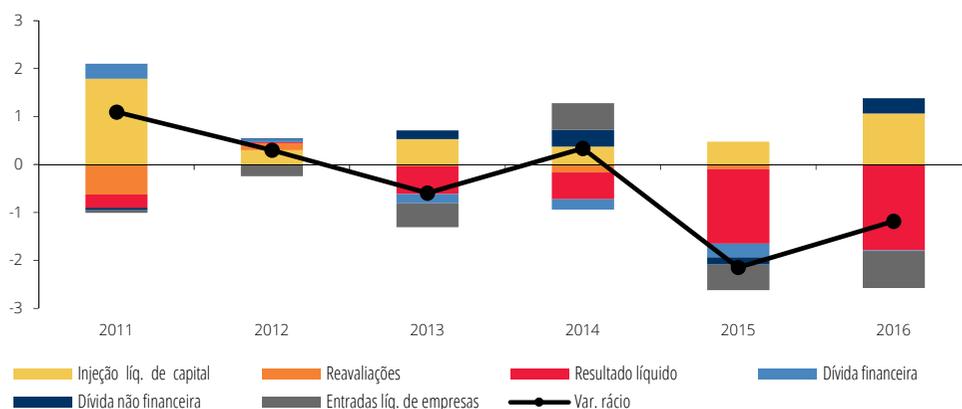
De forma a compreender melhor as dinâmicas sugeridas pelo gráfico anterior, dividiram-se os contributos do capital próprio e da dívida pelas suas principais componentes (Gráfico C2.3). Assim, atribui-se a variação do capital próprio (ΔCP) a três componentes: i) resultado líquido do exercício (RL); ii) variação da conta de reavaliações, ajustamentos em investimentos financeiros e outro rendimento integral ($\Delta Reav$); iii) outras variações de capital (OVC).²⁵ Esta última componente pode ser interpretada como uma *proxy* da injeção líquida de capitais na empresa por parte dos acionistas. Dividendos e compra de ações contribuem para uma injeção líquida de capital negativa, e portanto para uma maior alavancagem, enquanto aumentos de capital através da emissão de novas ações contribuem para uma injeção líquida de capital positiva, e portanto, para uma menor alavancagem. Os contributos da dívida dividem-se em i) dívida financeira e ii) dívida não financeira. A dívida financeira está sujeita ao pagamento de juros, incluindo os empréstimos bancários e obrigações. A dívida não financeira corresponde a todas as restantes responsabilidades da empresa perante terceiros, nomeadamente as dívidas a fornecedores e provisões.

O resultado líquido contribuiu positivamente para a redução da alavancagem das empresas exceto em 2012. Em sentido contrário, a componente de injeção líquida de capital contribuiu para o aumento da alavancagem, o que significa que os acionistas retiraram mais capital do que investiram. Este contributo foi especialmente elevado em 2011 e 2016.

24. Para tal procedeu-se à expansão em série de Taylor de ordem 2 da função que descreve o rácio de alavancagem.

25. Considere-se $CP_t = RL_t + Reav_t + OC_t$ onde OC_t corresponde ao capital social, reservas e outras contas de capital, no período t . Daqui resulta que $\Delta CP_t = RL_t + \Delta Reav_t + OVC_t$ onde $OVC_t = OC_t - OC_{t-1} - RL_{t-1}$. A subtração de RL_{t-1} na variação de OC justifica-se com o facto da conta de resultado líquido ser um fluxo.

Gráfico C2.3 • Variação anual do rácio de alavancagem e contributos | Em pontos percentuais



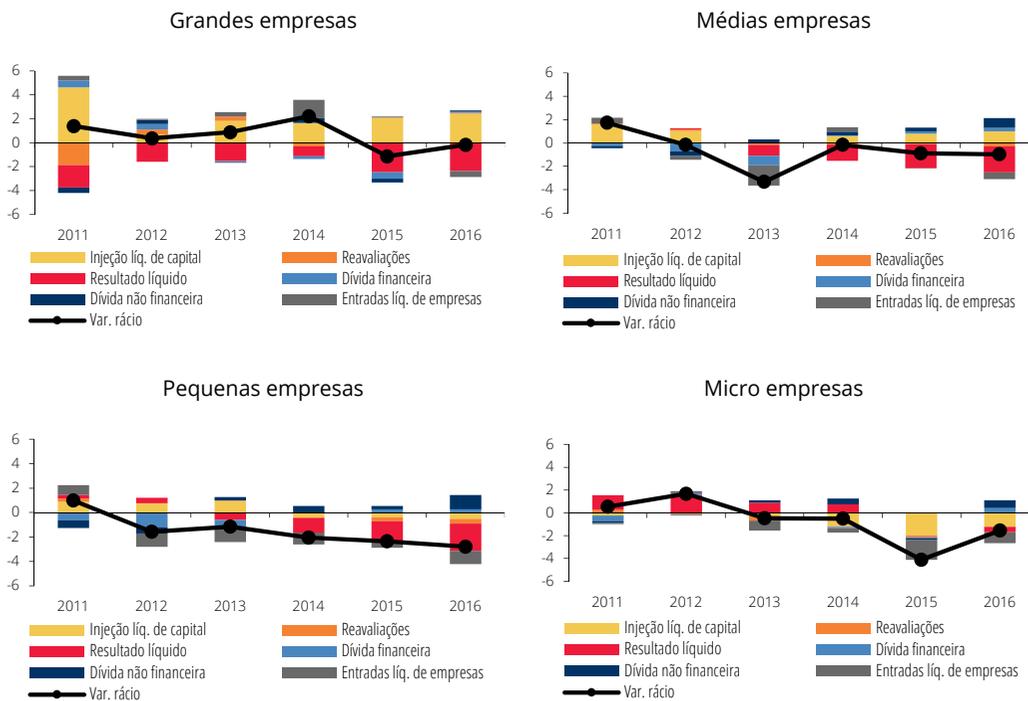
Fonte: Banco de Portugal.

O gráfico C2.1 mostra que o rácio de alavancagem evoluiu de forma heterogénea por dimensão de empresa. Enquanto as grandes empresas aumentaram a alavancagem, as micro, pequenas e médias empresas reduziram.²⁶ A evolução deste rácio para cada uma das dimensões de empresa resulta de uma dinâmica muito diferente dos contributos do capital e da dívida (Gráfico C2.4). A maior diferença ocorre quando se comparam as grandes empresas com as micro empresas. As empresas de grande dimensão registaram resultados líquidos positivos e uma injeção líquida de capital negativa (correspondente a dividendos positivos) de magnitude semelhante ao longo de todo o período, o que resultou num contributo reduzido do capital próprio para a variação do rácio de alavancagem. Ao invés, nas micro empresas verificaram-se sucessivos aumentos de capital a partir de 2013. Estes aumentos, em especial em 2015, mitigaram o efeito dos resultados líquidos negativos registados entre 2011 e 2014. Das quatro classes de dimensão esta é a única onde se observaram aumentos significativos de capital (contribuição negativa do dividendo líquido). A entrada líquida de empresas contribuiu de forma significativa para a redução da alavancagem apenas nas micro e pequenas empresas, o que deverá estar relacionado com o maior rácio de alavancagem das empresas que saíram em relação à média do agregado.

O gráfico C2.5 apresenta a evolução do rácio de alavancagem para alguns setores de atividade. Todos os setores apresentados desalavancaram ao longo do período em análise, ainda que de forma e magnitudes bastante distintas. O setor da eletricidade, gás e água, um setor em que predominam grandes empresas, apresentou uma redução pouco expressiva do rácio de alavancagem na sequência de resultados líquidos e dividendos elevados, mas de magnitude semelhante. O setor transformador desalavancou por via de um aumento do capital próprio assente em resultados líquidos elevados, em especial a partir de 2014. Por fim, os setores da construção e das atividades imobiliárias desalavancaram de forma significativa apesar dos resultados líquidos muito negativos observados entre 2011 e 2013. Para a diminuição do rácio de alavancagem da construção contribuiu sobretudo a saída de um grande número de empresas com um elevado rácio de alavancagem. No caso do setor das atividades imobiliárias, a diminuição do rácio de alavancagem estará relacionada com um significativo aumento de capital por parte dos sócios. O elevado peso destes dois setores nas micro empresas (51% dos ativos) ajuda a perceber a evolução do rácio de alavancagem e dos seus contributos nesta dimensão de empresa.

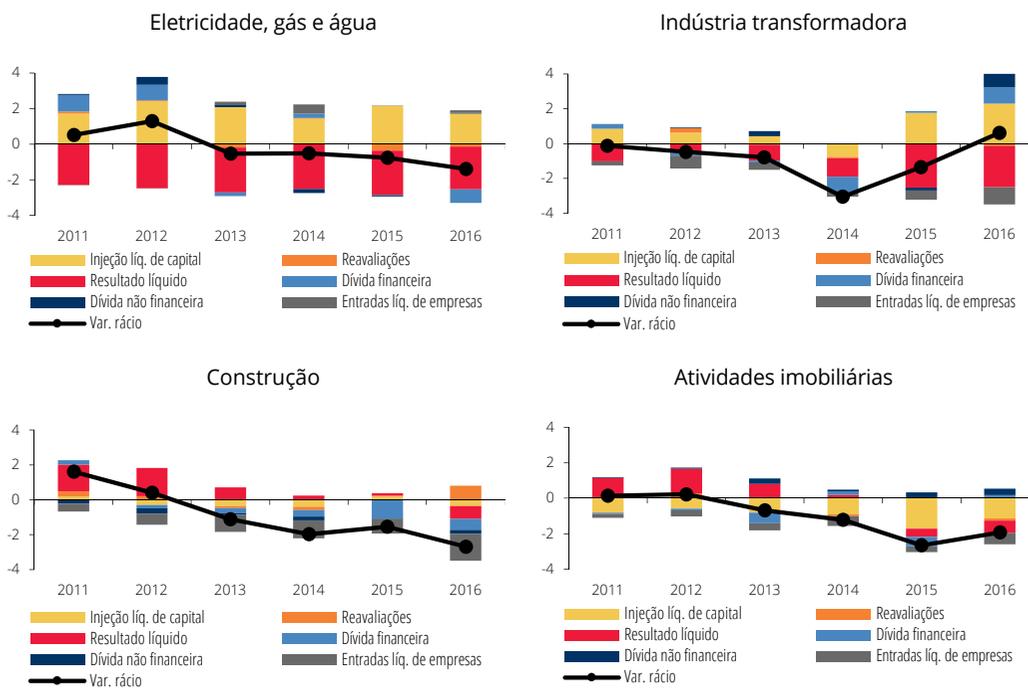
26. O aumento do rácio de alavancagem das grandes empresas no período entre 2010 e 2014 estará associado em grande medida a casos específicos nos setores "informação e comunicação" e "transporte e armazenagem".

Gráfico C2.4 • Variação anual do rácio de alavancagem e contributos, por dimensão de empresa | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C2.5 • Variação anual do rácio de alavancagem e contributos, por setor de atividade | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

