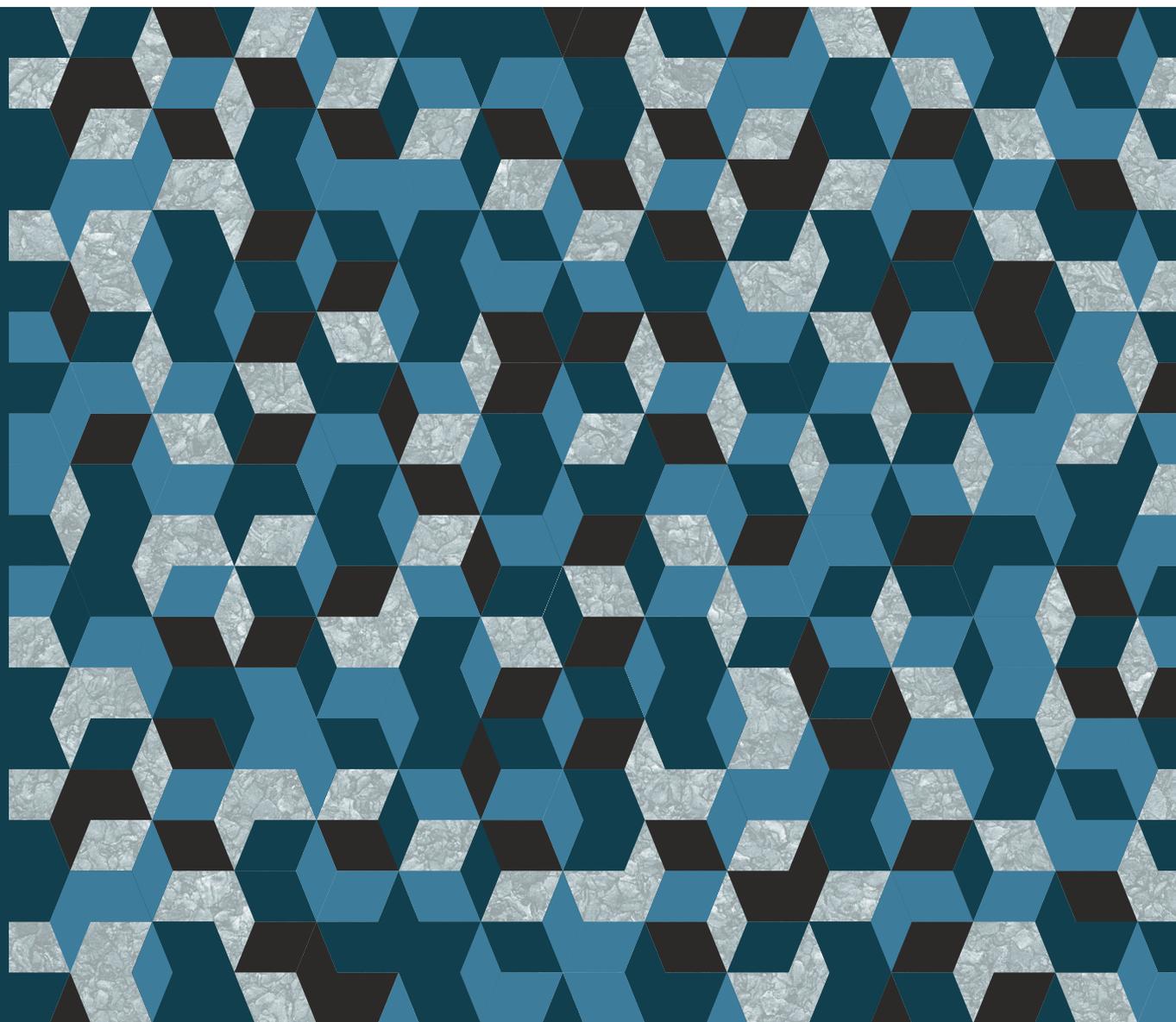




BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Outubro 2017



Boletim Económico

Outubro 2017



Lisboa, 2017 • www.bportugal.pt

Índice

A economia portuguesa na primeira metade de 2017 | 5

1. Apresentação | 7

2. Enquadramento internacional | 11

Caixa 1 | Normalização da política monetária nos EUA | 17

3. Condições monetárias e financeiras | 20

Caixa 2 | Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas: caracterização e impactos no mercado de crédito bancário | 31

Caixa 3 | Consultas à CRC e a criação de novas relações de crédito: uma caracterização para o período 2011-2017 | 34

Caixa 4 | Evolução dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por instituições de crédito residentes: margem extensiva versus margem intensiva | 38

4. Política e situação orçamental | 42

Caixa 5 | Evolução recente da dívida pública e estratégia de financiamento | 47

5. Oferta | 49

Caixa 6 | A evolução do VAB, emprego e produtividade na recuperação em curso: contributos sectoriais | 57

6. Procura | 61

Caixa 7 | Análise do inquérito de conjuntura ao investimento: fatores limitativos do investimento | 67

Caixa 8 | A evolução recente do turismo não residente em Portugal | 70

Caixa 9 | Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas de bens excluindo combustíveis na União Europeia | 74

7. Preços | 77

8. Balança de Pagamentos | 82

Projeções para a economia portuguesa em 2017 | 89

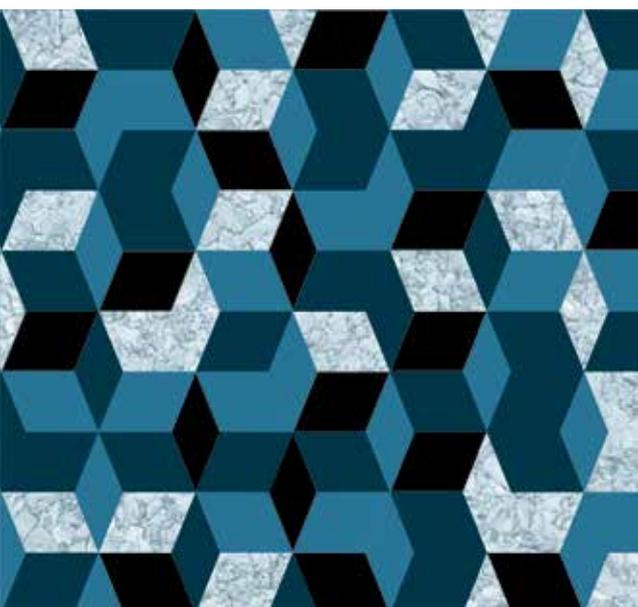
Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção | 97

Tema em destaque | 99

O comércio internacional: ganhos e desafios | 101

Caixa 1 | O modelo Ricardiano de troca: um exemplo | 102





A economia portuguesa na primeira metade de 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

A economia portuguesa cresceu no primeiro semestre de 2017 a um ritmo claramente superior à média europeia e ao observado na última década. Este dinamismo foi transversal à generalidade dos setores de atividade. O crescimento da economia portuguesa insere-se numa dinâmica de recuperação observada desde 2013, que reflete a conjugação de progressos a nível estrutural – nomeadamente associados ao aumento do grau de abertura – com traços de natureza cíclica – decorrentes do processo de recuperação do investimento e do consumo para níveis consentâneos com expectativas mais favoráveis dos agentes económicos relativamente à evolução do rendimento permanente e da procura global. Em 2017, o crescimento da economia portuguesa beneficiou de um enquadramento internacional particularmente favorável, caracterizado por uma aceleração da procura externa e por uma melhoria generalizada nas condições monetárias e financeiras, para o que contribuiu o conjunto alargado de medidas de política monetária adotadas pelo Banco Central Europeu (BCE). O processo de recuperação económica em curso continuou a caracterizar-se por baixas pressões inflacionistas, quer internas quer externas, sendo de destacar neste âmbito o comportamento observado nos mercados de trabalho a nível global.

O crescimento económico no primeiro semestre esteve ancorado no dinamismo do investimento e das exportações, enquanto o consumo privado apresentou um crescimento moderado, inferior ao do PIB. Esta composição tenderá a contribuir favoravelmente para o crescimento do produto potencial no futuro. No que se refere ao investimento, o primeiro semestre foi caracterizado por um crescimento particularmente forte da FBCF em material de transporte e em máquinas e equipamento – neste último caso aproximando-se dos níveis observados antes da crise financeira internacional –,

sendo igualmente de destacar a aceleração do investimento em construção, que representou um importante contributo para o crescimento do PIB no primeiro semestre. Por seu turno, tal como nos últimos anos, continuou a observar-se um crescimento robusto das exportações, claramente superior à procura externa dirigida à economia portuguesa. Estes ganhos de quota de mercado, particularmente acentuados na primeira metade de 2017, têm assentado em ganhos de competitividade não associados à evolução dos preços, o que reforça a ideia da sua sustentabilidade. O dinamismo das exportações foi generalizado em termos de componentes e destinos geográficos, destacando-se o crescimento das exportações de serviços. Em particular, as exportações de turismo apresentaram no primeiro semestre a mais elevada taxa de crescimento das duas últimas décadas. Ainda que seja exetável a manutenção da tendência de abertura crescente da economia portuguesa ao exterior, o ritmo de crescimento das exportações de serviços que caracterizou os últimos trimestres não se afigura sustentável por um período prolongado.

No mercado de trabalho, a população ativa aumentou no primeiro semestre de 2017, em particular nos escalões etários mais elevados, o que contrasta com a queda observada desde 2010. A evolução da população ativa continuará a ser condicionada pela atual trajetória descendente e de envelhecimento da população total, que persistiu no primeiro semestre de 2017. No que se refere à evolução do emprego, registou-se um forte crescimento no setor privado, acompanhado de um aumento no setor público. A evidência disponível sugere que o crescimento líquido do emprego no primeiro semestre de 2017 resultou da conjugação de uma menor destruição de emprego (ou seja, de menores fluxos do emprego para o desemprego e para a inatividade) com uma estabilização da criação de emprego (ou seja, dos fluxos do desemprego e da inatividade

para o emprego). Os fluxos líquidos de criação de emprego continuaram a orientar-se para os setores da economia com maior produtividade, nomeadamente os mais expostos à concorrência internacional. Esta conclusão é também corroborada pelos dados relativos aos fluxos no mercado de crédito e à evolução do VAB nos diferentes setores de atividade. Não obstante, ao longo do atual período de recuperação, a produtividade por trabalhador no conjunto da economia tem diminuído, o que, de acordo com a evidência disponível, estará associado a quedas da produtividade intrassectoriais. Neste quadro, continuou a observar-se uma queda significativa da taxa de desemprego, situando-se no final do primeiro semestre num nível idêntico ao da média da área do euro. O desemprego em Portugal continua a caracterizar-se por um elevado peso das durações muito longas. Nas durações até dois anos, o desemprego em percentagem da população ativa situa-se já em níveis comparáveis aos observados nos anos que precederam a crise financeira internacional.

A evolução da economia portuguesa no primeiro semestre de 2017 continuou a ser compatível com a sustentação de equilíbrios fundamentais em termos dos fluxos macroeconómicos. No entanto, persiste um quadro exigente de correção adicional dos desequilíbrios acumulados no passado e que ainda se materializam em elevados níveis de endividamento dos diferentes setores da economia, nomeadamente face ao exterior. Esta exposição constitui uma vulnerabilidade latente da economia portuguesa e uma restrição ativa a um maior crescimento tendencial. No primeiro semestre de 2017, e no que se refere à evolução dos fluxos anuais, é de destacar a manutenção de uma capacidade de financiamento face ao resto do mundo, com o saldo positivo da balança corrente e de capital assente num excedente da balança de bens e serviços. No que se refere às finanças públicas, o défice orçamental no primeiro semestre situou-se significativamente abaixo do registado no mesmo período do ano anterior, sugerindo que o cumprimento do

objetivo estipulado para o défice orçamental no mais recente Programa de Estabilidade é claramente alcançável. O cumprimento estrito deste resultado, dado o enquadramento macroeconómico particularmente favorável, não deverá garantir, no entanto, o ajustamento estrutural requerido pelas regras orçamentais europeias atualmente em vigor. No que se refere à evolução da dívida pública, uma análise da evolução dos depósitos da administração central e do perfil semestral das principais necessidades de financiamento do Estado sugere que a redução da dívida pública implícita no Programa de Estabilidade para 2017 seja exequível. Em junho de 2017, o Conselho da União Europeia decidiu encerrar o procedimento por défice excessivo a que Portugal se encontrava sujeito desde 2009, pelo que a situação orçamental portuguesa é desde então analisada de acordo com as regras referentes ao braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

O elevado crescimento observado no primeiro semestre não corresponde ao crescimento tendencial sustentável da economia portuguesa. De facto, não obstante o assinalável processo de desalavancagem do setor privado e a melhoria progressiva na afetação dos recursos empregues na economia portuguesa ao longo dos últimos anos, persistem vários fatores estruturais que condicionam o nível e o crescimento potencial da economia portuguesa, de natureza interna e externa. Em primeiro lugar, as administrações públicas e as sociedades não financeiras ainda registam elevados níveis de endividamento, nomeadamente quando avaliadas no quadro europeu. Em segundo lugar, a tendência de diminuição da população total tem características estruturais que deverão persistir no futuro. Em terceiro lugar, a recuperação do investimento empresarial após o período da crise ainda não se refletiu em aumentos significativos do *stock* de capital, com implicações em termos da dinâmica de incorporação de novas tecnologias resultante da renovação do *stock* de capital. Em quarto lugar, o elevado nível de desemprego de longa duração – não

obstante a diminuição observada nos últimos anos – tende a provocar uma depreciação do capital humano, com um impacto adverso no crescimento potencial da economia. Finalmente, no que se refere ao enquadramento externo, o último ano caracterizou-se por um dinamismo da atividade e do comércio mundiais particularmente elevados, permanecendo fragilidades e riscos descendentes no médio prazo. Adicionalmente, não será de esperar que o atual grau de acomodação monetária permaneça indefinidamente.

Neste quadro, a atual fase de expansão da economia portuguesa é uma oportunidade única para reforçar a resiliência da economia portuguesa a

choques internos e externos, bem como para responder ao desafio do aumento da produtividade no médio e longo prazo. O reforço da eficiência no processo de intermediação financeira, a desalavancagem adicional do setor privado, a criação de mais incentivos à inovação, à mobilidade de fatores e a investimentos em capital humano e físico, são elementos fundamentais nesta resposta. A manutenção de um quadro institucional previsível e promotor da estabilidade macroeconómica é também decisivo. Neste âmbito, releva o cumprimento dos compromissos das autoridades nacionais no âmbito das regras orçamentais e do quadro de monitorização multilateral a nível europeu.

2. Enquadramento internacional

Aceleração da atividade e comércio mundiais na primeira metade de 2017

No primeiro semestre de 2017, a atividade global acelerou face ao ano anterior, continuando ainda assim a crescer a um ritmo moderado quando comparado com o observado antes da crise económica e financeira. Nas economias avançadas a aceleração da atividade foi observável na área do euro, EUA e Japão, enquanto o Reino Unido registou uma desaceleração. Relativamente às economias de mercado emergentes, a China manteve um ritmo de crescimento robusto no primeiro semestre e o Brasil cresceu depois de um período prolongado de recessão.

As previsões do Fundo Monetário Internacional apontam para uma continuação do atual ritmo de crescimento no segundo semestre do ano, prevendo um crescimento global anual de 3,5% depois de 3,2% em 2016 (Quadro 2.1).

O comércio internacional acentuou o ritmo de crescimento na primeira metade de 2017, principalmente devido à evolução das importações das economias de mercado emergentes.

Em particular, o contributo destas economias para o crescimento mundial das importações de bens foi o maior desde 2011 (Gráfico 2.1).

A melhoria das perspetivas económicas globais e da confiança dos agentes económicos também se repercutiu no comportamento dos mercados financeiros. Os principais índices acionistas valorizaram significativamente relativamente ao fim do ano anterior, sinalizando otimismo em relação aos resultados das empresas. Por sua vez, as taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos mantiveram-se em níveis historicamente baixos, embora superiores aos mínimos de meados de 2016 (Gráfico 2.2). Uma possível explicação para o baixo nível das taxas de rendibilidade reside na diminuição das expectativas para o crescimento do PIB nominal no longo prazo (Gráfico 2.3). A evolução dos prémios de risco terá também desempenhado um papel importante, principalmente na sequência da crise económica e financeira. Apesar da evolução positiva nos mercados, alguns fatores geraram uma volatilidade pontual, nomeadamente as eleições francesas e britânicas, bem como a incerteza quanto à dimensão e data de implementação do pacote de estímulo orçamental anunciado pelo presidente dos EUA.

Quadro 2.1 • Projeções do Fundo Monetário Internacional para o PIB | Taxa de variação anual, em percentagem

	WEO julho 2017			Revisões face ao WEO de abril de 2017 (pp)	
	2016	2017	2018	2017	2018
Economia mundial	3,2	3,5	3,6	0,0	0,0
Economias avançadas	1,7	2,0	1,9	0,0	-0,1
EUA	1,6	2,1	2,1	-0,2	-0,4
Japão	1,0	1,3	0,6	0,1	0,0
Reino Unido	1,8	1,7	1,5	-0,3	0,0
Área do euro	1,8	1,9	1,7	0,2	0,1
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	4,3	4,6	4,8	0,1	0,0
China	6,7	6,7	6,4	0,1	0,2
Índia	7,1	7,2	7,7	0,0	0,0
Rússia	-0,2	1,4	1,4	0,0	0,0
Brasil	-3,6	0,3	1,3	0,1	-0,4

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, julho 2017.

Depois de aumentar ao longo de 2016 e em particular desde o acordo da OPEP em novembro, o preço do petróleo atingiu um valor máximo de 56,5 dólares em fevereiro, diminuindo posteriormente ao longo do semestre até atingir 47 dólares em junho. Este comportamento foi marcado pela incerteza dos participantes de mercado acerca do sucesso da estratégia da OPEP de limitar a produção com o intuito de aumentar os preços, perante um elevado volume de existências e um crescente número de explorações de petróleo de xisto americanos em funcionamento. O preço das matérias-primas não energéticas apresentou um comportamento semelhante, com uma tendência crescente até fevereiro de 2017, que se inverteu posteriormente.

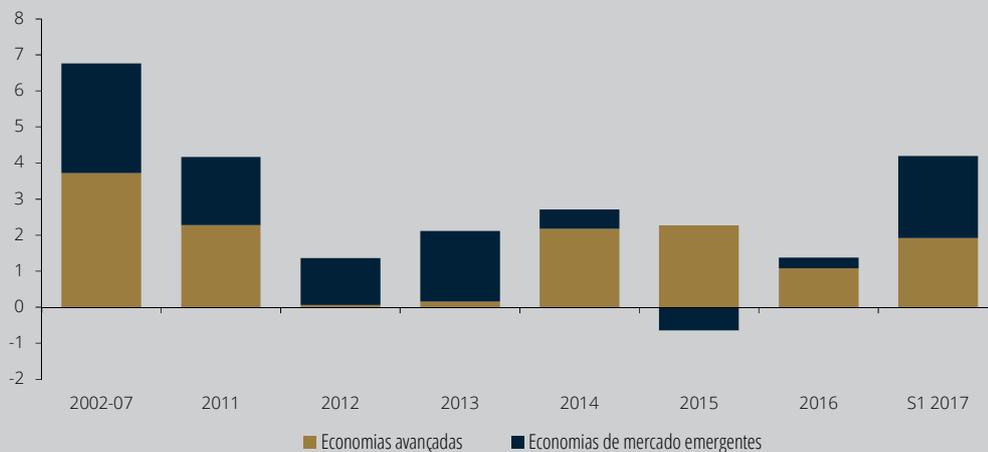
Nos mercados cambiais registou-se uma apreciação do euro face à maior parte das divisas e uma depreciação do dólar. O iene e a libra esterlina mantiveram-se relativamente estáveis em termos efetivos, enquanto o renmimbi registou uma depreciação de 2,1%. Na sequência de uma melhoria das expectativas para a atividade económica na área do euro, a apreciação do euro foi particularmente acentuada no segundo trimestre do ano, período em que apreciou 7,7% face ao iene, 7% face ao dólar, 5,4% face ao renmimbi e 3,2% face à libra esterlina.

As economias avançadas aceleraram, embora o seu crescimento continue modesto relativamente ao período anterior à crise económica e financeira

As economias avançadas registaram um crescimento económico homólogo de 2,1% no primeiro semestre de 2017, o que compara com 1,7% no conjunto de 2016. O crescimento económico observado continuou a ser sustentado essencialmente pela procura interna.

O crescimento nos EUA manteve-se robusto na primeira metade de 2017 (2,1% em variação homóloga), acelerando em relação ao semestre anterior. As condições do mercado de trabalho continuaram a melhorar e o desemprego diminuiu de 4,7% em dezembro de 2016 para 4,4% em junho de 2017, já ligeiramente abaixo da mediana de estimativas dos participantes do Federal Open Market Committee (FOMC) para o respetivo nível de longo prazo. A inflação, medida pela variação homóloga do deflator do consumo privado, subiu no início do ano, replicando o perfil dos bens energéticos, tendo alcançado uma taxa homóloga de 2,2% em fevereiro. Seguidamente, diminuiu progressivamente,

Gráfico 2.1 •
Contributos para
o crescimento
mundial das
importações de
bens
| Em pontos
percentuais



Fontes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis e cálculos do Banco de Portugal.

situando-se em 1,5% em junho. Face à melhoria contínua das condições no mercado de trabalho, a Reserva Federal subiu as taxas de juro de referência por duas vezes neste período, em março e em junho (Caixa 1).

O crescimento económico no Reino Unido reduziu-se na primeira metade de 2017, o que é explicado pela desaceleração das despesas das famílias. Esta evolução do consumo privado está, em parte, associada ao impacto da depreciação da libra sobre o rendimento disponível real das famílias, na sequência do resultado do referendo quanto à permanência na União Europeia. De facto, a inflação subiu consideravelmente, de 1,6% no fim de 2016 para 2,6% em junho de 2017. A elevada incerteza associada ao processo de saída da União Europeia e as eleições em junho deste ano têm marcado a evolução da economia britânica. Neste contexto, o Banco de Inglaterra tem procurado estabelecer um equilíbrio entre a necessidade de apoiar a atividade económica e a obrigação de atingir o objetivo de médio prazo para a inflação. Durante os primeiros seis meses do ano, o Banco de Inglaterra decidiu não fazer qualquer alteração à sua política monetária.

As economias de mercado emergentes aceleraram, tendo continuado a beneficiar de condições financeiras acomodáticas e, no caso das exportadoras de matérias-primas, da subida

destes preços no segundo semestre de 2016. A China cresceu 6,8% no primeiro semestre do ano em termos homólogos, em linha com o observado em 2016. Apesar da aparente robustez da atividade económica, o ritmo de crescimento do crédito na China levanta algumas preocupações relativamente à estabilidade financeira a médio prazo. Os níveis de crédito ao setor não financeiro em percentagem do PIB assemelham-se aos níveis das economias avançadas, distanciando-se cada vez mais daquela que é a norma nas economias de mercado emergentes (Gráfico 2.4).

A atividade na área do euro acelerou, tendo o crescimento surpreendido pela positiva

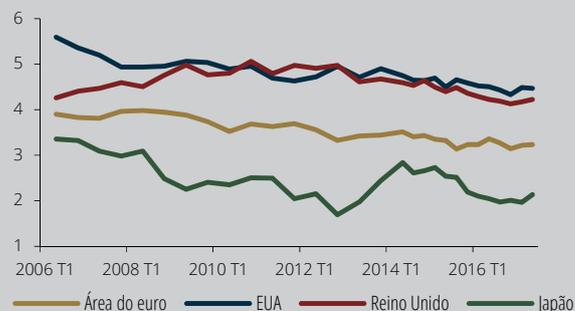
Na área do euro¹, o PIB acelerou na primeira metade do ano, o que foi transversal às três maiores economias, tendo a procura interna continuado a ser o principal suporte da atividade económica. Uma análise às taxas de crescimento homólogas verificadas nos diferentes setores das economias da área do euro revela que a percentagem de setores com crescimento positivo tem vindo a aumentar, ao mesmo tempo que a dispersão dessas mesmas taxas de crescimento está em valores mínimos históricos

Gráfico 2.2 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos por país | Em percentagem



Fontes: BCE e Thomson Reuters.

Gráfico 2.3 • Expetativas de crescimento do PIB nominal a 5-10 anos | Em percentagem



Fontes: Consensus Economics e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Os dados usados provêm do inquérito trimestral da Consensus Economics a diversos agentes económicos acerca do crescimento real do PIB e da inflação do Índice de Preços no Consumidor.

(Gráfico 2.5). Deste modo, a divergência real observada entre os países da área do euro no contexto da crise das dívidas soberanas ainda não reverteu de forma evidente (Gráfico 2.6).

O mercado de trabalho continuou a recuperar, com o desemprego a diminuir de 9,6% em dezembro de 2016 para 9,1% em junho de 2017, o valor mais baixo dos últimos oito anos, embora ainda consideravelmente superior ao observado nos anos que precederam a crise económica e financeira. Uma medida mais lata de desemprego, que toma em consideração os trabalhadores em

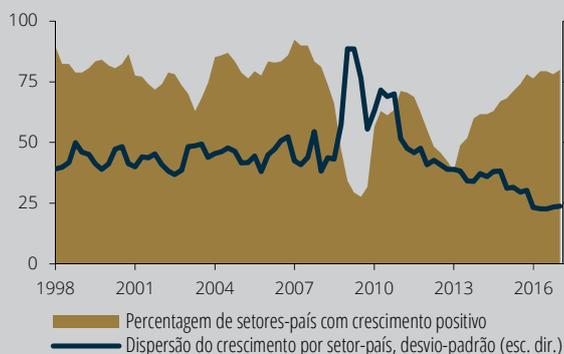
tempo parcial que gostariam de trabalhar a tempo inteiro, os inativos que não procuram emprego mas estão disponíveis para trabalhar e os inativos que procuram emprego mas não estão imediatamente disponíveis para trabalhar, sugere que a folga no mercado de trabalho poderá ser significativamente maior. A recuperação do mercado de trabalho já se alargou também a estes grupos, mas é incerto se ocorrerá um retorno à situação que precedeu a crise, dada a baixa empregabilidade de alguns destes grupos, como por exemplo os desempregados de muito longa

Gráfico 2.4 •
Crédito ao setor
não financeiro em
percentagem
do PIB



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

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



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Os dados utilizados dizem respeito a 10 setores em 17 países da área do euro (não estão incluídos Irlanda e Malta), perfazendo um total de 170 séries. A dispersão do crescimento corresponde ao desvio-padrão ponderado pela dimensão do setor-país no total do VAB da área do euro.

Gráfico 2.6 • Convergência do rendimento real
na área do euro | Coeficiente de variação



Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Calculado com base no PIB per capita ajustado pela paridade de poder de compra relativa para as 10 maiores economias da área do euro, excluindo a Irlanda (Alemanha, Áustria, Bélgica, França, Holanda, Finlândia, Espanha, Portugal, Itália e Grécia).

duração, isto é, de duração superior a 2 anos (Gráfico 2.7).

No primeiro semestre do ano, a procura externa dirigida à economia portuguesa – calculada de acordo com a metodologia do Eurosistema, em que a economia angolana não surge autonomizada – acelerou consideravelmente, registando um crescimento de 4,0% em termos homólogos face a um crescimento de apenas 1,7% em 2016

(Quadro 2.2). Para esta aceleração destaca-se o maior crescimento da procura por parte dos parceiros comerciais da área do euro, mas também dos EUA, cuja procura no semestre registou um crescimento de 4,0%, depois de 1,3% em 2016. Tendo em conta as importações de bens e serviços de Angola, a aceleração da procura externa foi ainda mais pronunciada, de 0,3% em 2016 para 5,2% no primeiro semestre de 2017.

Quadro 2.2 • Procura externa de bens e serviços | Taxa de variação homóloga real, em percentagem

	Pesos ^(b)	t.v.h.								
		2013	2014	2015	2016	S2 2015	S1 2016	S2 2016	S1 2017	
Procura externa (BCE)^(a)	100,0	1,9	4,9	3,9	1,7	3,4	1,8	1,6	4,0	
Procura externa intra-área do euro da qual:	61,8	0,9	5,2	5,7	3,5	5,7	4,2	3,0	4,8	
Espanha	24,8	-0,5	6,5	5,6	3,3	6,1	4,9	1,6	4,2	
Alemanha	12,1	3,1	3,5	5,2	3,8	4,9	3,7	3,9	4,5	
França	12,2	2,2	4,8	5,5	4,2	5,8	4,4	4,0	4,4	
Itália	3,3	-2,3	3,1	6,7	3,1	6,4	2,2	4,0	6,6	
Procura externa extra-área do euro da qual:	38,2	3,9	4,4	1,1	-1,2	-0,2	-1,8	-0,6	2,8	
Reino Unido	6,3	3,4	2,5	5,5	2,8	4,8	2,1	3,6	3,5	
Estados Unidos	4,7	1,1	4,5	5,0	1,3	4,2	0,8	1,7	4,0	
Por memória:										
Importações de bens e serviços de Angola ^(c)	4,8	9,0	11,4	-21,8	-27,8					
Procura externa corrigida ^(d)		2,4	5,3	2,4	0,3	1,9	0,4	0,2	5,2	

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

Notas: (a) Calculada como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país/região é ponderada de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal. (b) Pesos referentes ao ano de 2015. (c) O peso indicado refere-se ao peso das exportações nominais de bens e serviços para Angola nas exportações portuguesas. (d) Indicador de procura externa corrigido pela importância do comércio externo com Angola. Corresponde à média ponderada (pelo peso das exportações) entre o indicador de procura externa calculado pelo BCE e as importações em volume de bens e serviços da economia angolana. São utilizadas as projeções do FMI (Word Economic Outlook) para o crescimento das importações em volume de Angola em 2016.

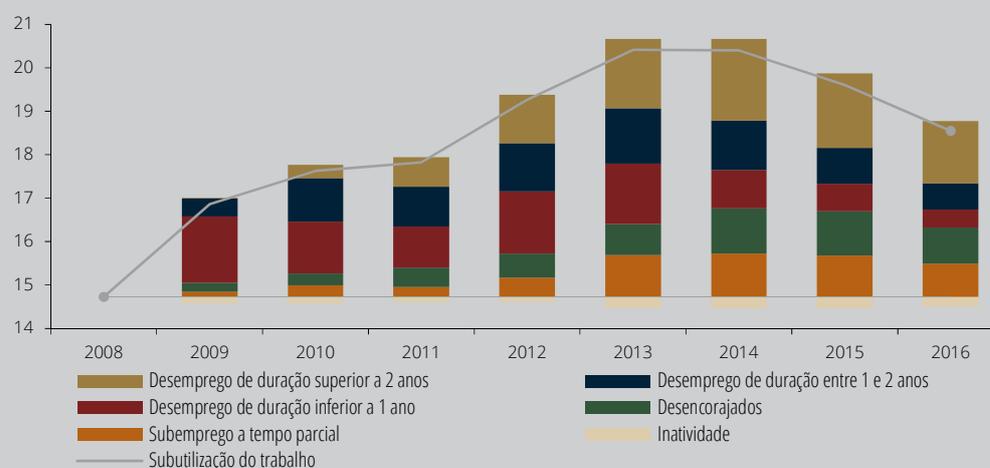


Gráfico 2.7 • Subutilização do trabalho – contributos para a evolução após 2008 | Em pontos percentuais

Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: A categoria legendada como “Desencorajados” refere-se aos inativos que não procuram emprego mas estão disponíveis para trabalhar, enquanto a categoria “Inatividade” se refere aos inativos que procuram emprego mas não estão imediatamente disponíveis para trabalhar.

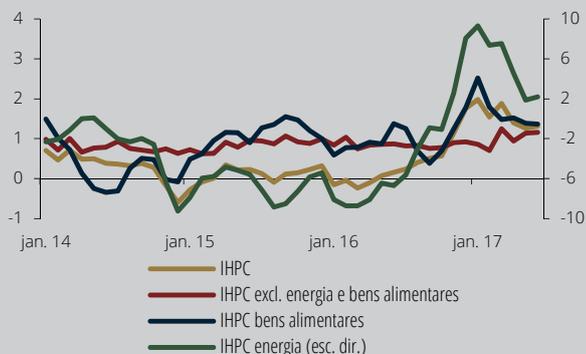
A inflação na área do euro subiu no início do ano, tendo depois descido progressivamente à medida que os efeitos da subida no preço do petróleo foram desaparecendo

A inflação na área do euro, medida pela taxa de variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, aumentou significativamente nos primeiros dois meses do ano, e diminuiu após fevereiro. Este perfil foi notavelmente influenciado pelo comportamento dos preços dos bens energéticos e alimentares, em particular pela subida do preço do petróleo no fim de 2016, mas também pela existência de um efeito de base derivado de o preço do petróleo ter estado em mínimos no início de 2016. Por sua vez, a taxa de variação homóloga do IHPC excluindo energia e bens alimentares fixou-se em 1,0% no primeiro semestre. Esta

taxa tem oscilado em torno de 0,8% nos últimos 3 anos (Gráfico 2.8). De facto, não obstante o crescimento acima do potencial e a diminuição da taxa de desemprego, as pressões sobre as remunerações permanecem contidas, o que contrasta com o comportamento habitual do mercado de trabalho desde o início da área do euro (Gráfico 2.9).

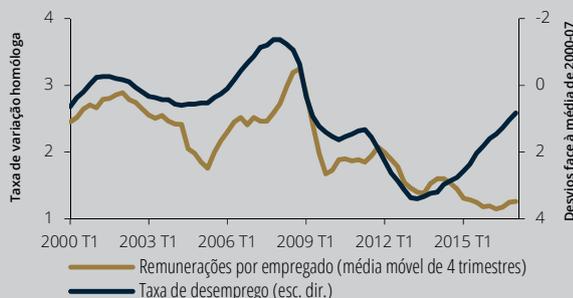
As expetativas de inflação para o longo prazo medidas por instrumentos de mercado, mantiveram-se em níveis baixos. Depois de registarem um valor mínimo em meados de 2016, de 1,3%, as expetativas subiram consistentemente durante os meses que se seguiram. No entanto, após fevereiro de 2017 observou-se uma inversão desta tendência, com as expetativas a estabilizarem em 1,6% no fim do semestre. Por seu lado, as expetativas baseadas no *Survey of Professional Forecasters* não registaram mudanças significativas ao longo de 2017, continuando a apontar para uma inflação a 4/5 anos de cerca de 1,8%.

Gráfico 2.8 • Taxa de variação homóloga do IHPC e subcomponentes na área do euro | Em percentagem



Fonte: Eurostat.

Gráfico 2.9 • Crescimento salarial e desemprego na área do euro



Fonte: Eurostat.

Nota: Nas remunerações por empregado, a taxa de variação homóloga é apresentada em média móvel de quatro trimestres para suavizar o comportamento da série e salientar a sua tendência de médio prazo.

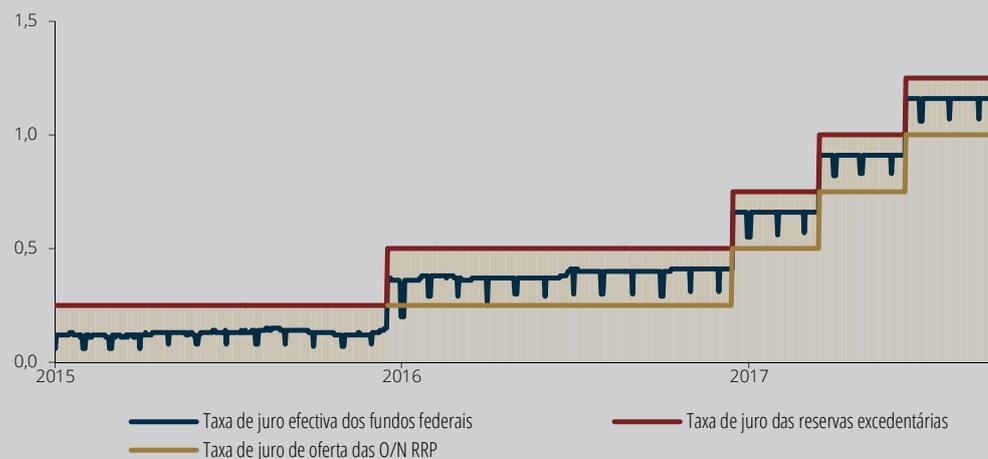
Caixa 1 | Normalização da política monetária nos EUA

O processo de normalização da política monetária nos EUA – entendido como o retorno das taxas de juro de curto prazo e dos ativos detidos pela Reserva Federal a níveis mais normais – intensificou-se na primeira metade de 2017. No contexto da recessão económica de 2008–09, o FOMC da Reserva Federal adotou um conjunto de medidas historicamente excecional. Em primeiro lugar, reduziu as taxas de juro de curto prazo para próximo de zero e manteve-as nesse nível durante cerca de sete anos. Adicionalmente, adotou um programa de compra de ativos (títulos do tesouro americano e de crédito hipotecário) de grande dimensão que expandiu o balanço da Reserva Federal para um nível muito elevado, alterando a sua composição habitual no tipo e na maturidade dos ativos. Posteriormente, a autoridade monetária dos EUA, para preservar o nível elevado do balanço, manteve uma política de reinvestimento dos montantes respeitantes a títulos que atingem a maturidade ou vão sendo objeto de amortização². Estas medidas pretenderam genericamente assegurar o cumprimento dos objetivos da política monetária nos EUA, nomeadamente maximizar o emprego e assegurar a estabilidade de preços.

O processo de normalização da política monetária tem seguido uma estratégia previamente delineada, mas não está predeterminado, ou seja, é definido pela autoridade monetária de acordo com as circunstâncias macroeconómicas, tendo por base o seu mandato³. Esta estratégia prevê que, após uma normalização gradual das taxas de juro de referência, seria iniciado um ajustamento, também gradual, do balanço da Reserva Federal. O FOMC começou a aumentar as taxas de juro de referência em dezembro de 2015, em 25 pb, num contexto de crescimento económico moderado, de redução significativa do desemprego e de inflação baixa mas com perspectivas de aumentar gradualmente para um nível próximo do objetivo de 2% (Gráfico C.1.1). Atendendo à desaceleração económica no início de 2016, o FOMC apenas voltou a decidir-se por um novo aumento das taxas de juro de referência em dezembro de 2016, e posteriormente em março e junho de 2017.

No enquadramento operacional para implementação da política monetária, o principal objetivo intermédio continuou a ser a taxa de juro dos fundos federais, definida num intervalo com uma

Gráfico C.1.1 • Taxas de juro de referência da política monetária | Em percentagem



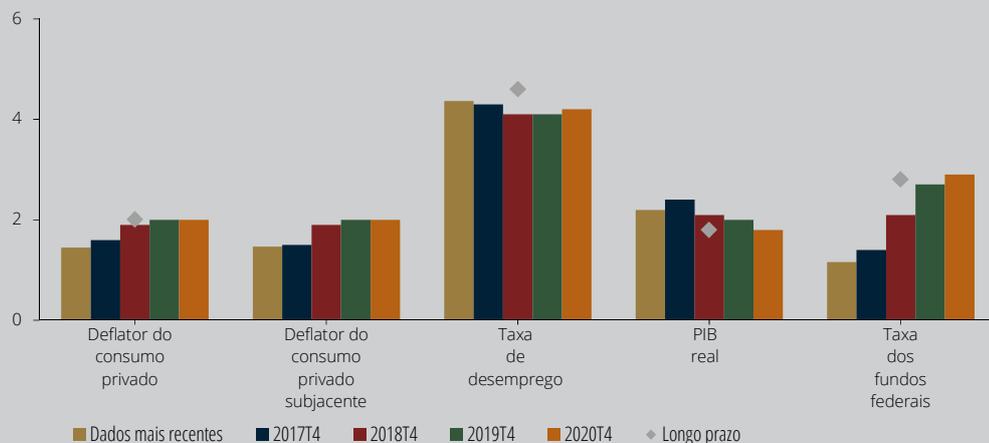
Fonte: Base de dados FRED.

Nota: O/N RRP: *Overnight reverse repurchase agreement* (operação em que a Reserva Federal vende um título a uma contraparte elegível e simultaneamente acorda em recomprar esse título no dia seguinte).

amplitude de 25 pb. No entanto, os instrumentos de controlo dessa taxa de juro mudaram face ao período anterior à crise. Durante o processo de normalização, num contexto de liquidez extremamente abundante, não deverão ocorrer aumentos inesperados da taxa dos fundos federais, sendo crucial, por outro lado, controlar as diminuições não desejadas. O controlo da taxa dos fundos federais tem sido essencialmente baseado em duas taxas administrativas. Em primeiro lugar, a taxa de juro que a Reserva Federal paga pelas reservas excedentárias das instituições de depósito tende a prevenir que estas pratiquem taxas inferiores nos empréstimos de fundos federais e, através da arbitragem, permite nivelar as taxas praticadas pelos restantes intervenientes no mercado monetário. No entanto, a taxa de juro dos fundos federais tem sido efetivamente mais baixa que a taxa de juro das reservas excedentárias (Gráfico C.1.1). Este facto resulta, por um lado, de atualmente a atividade nos mercados monetários ser, em grande medida, gerada por instituições financeiras não bancárias que não são elegíveis para reservas remuneradas e, por outro lado, de existirem outras fricções associadas à regulação financeira, como por exemplo os custos em que os bancos incorrem por aumentarem o seu balanço quando exercem a atividade de arbitragem. Para controlar mais efetivamente a taxa de juro dos fundos federais, a Reserva Federal tem realizado contratos de venda de títulos reversível no prazo *overnight* (facilidade O/N RRP) para um conjunto mais amplo de contrapartes, oferecendo assim uma alternativa de investimento para outras instituições financeiras não bancárias a uma taxa de juro ligeiramente inferior à das reservas⁴. O intervalo-objetivo para a taxa dos fundos federais tem sido balizado, por cima, pela taxa de juro das reservas excedentárias e, por baixo, pela taxa de juro de oferta da facilidade O/N RRP e tem sido alcançado com bastante eficácia. Este intervalo está atualmente entre 1,0 e 1,25%.

O FOMC antecipa que as condições económicas deverão continuar a justificar aumentos graduais da taxa de juro dos fundos federais, não obstante a evolução das taxas depender das perspetivas económicas em cada momento (Gráfico C.1.2). De acordo com a mediana das projeções dos membros desse comité, divulgada em setembro de 2017, deverá ocorrer um novo aumento das taxas de juro oficiais de 25 pb ainda em 2017 e três aumentos semelhantes em 2018 (Gráfico C.1.2). Em 2019 e 2020, as taxas deverão continuar a aumentar, embora de forma mais gradual. Adicionalmente, o FOMC anunciou também em setembro que o programa de normalização do balanço da Reserva

Gráfico C.1.2 • Condições atuais e previsões medianas do FOMC em Set. 17 | Taxa de variação homóloga e percentagem da população ativa



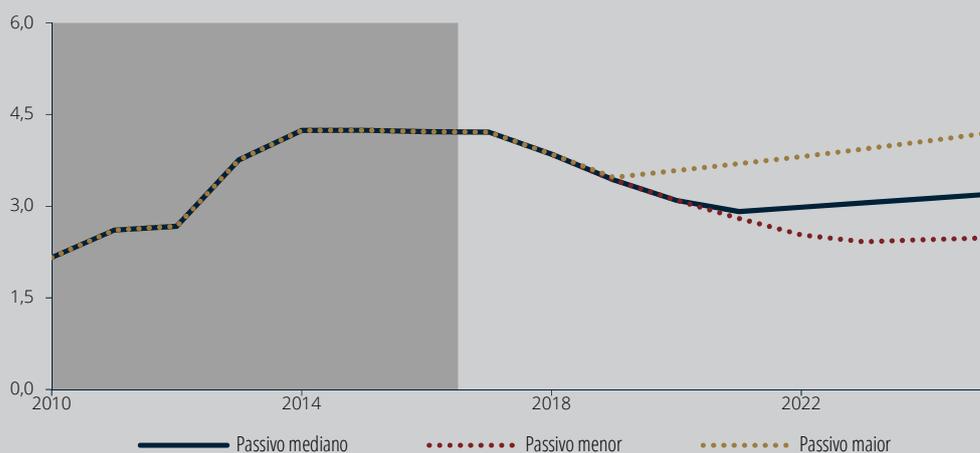
Fontes: Federal Reserve Board e Thomson Reuters.

Nota: O Federal Open Market Committee (FOMC) não divulga projeções para o deflator do consumo privado subjacente (excluindo alimentação e energia).

Federal começará já em outubro. A Reserva Federal espera reduzir os ativos na sua posse de forma gradual e previsível, através da diminuição dos reinvestimentos. À partida, não estão previstas vendas de títulos como parte do processo de normalização. Este processo continuará até que a dimensão dos ativos atinja um valor associado a um nível de reservas considerado adequado no longo prazo⁵, considerando também as outras responsabilidades e o capital da Reserva Federal⁶. Segundo o FOMC, a oferta de reservas deverá diminuir para um nível inferior ao registado nos últimos anos, mas superior ao observado no período anterior à crise, refletindo a procura por reservas pelos bancos e as decisões desse comité acerca da implementação da política monetária de forma eficiente e eficaz. A duração do processo de normalização dependerá assim do nível do passivo da Reserva Federal no longo prazo. Com base em expetativas de mercado, o Federal Reserve Bank of New York estima que começando o processo em outubro de 2017 deverá terminar entre 2019 e 2023 (Gráfico C.1.3)⁷. Se entretanto ocorrer uma deterioração significativa das perspetivas económicas, o FOMC pode decidir retomar os reinvestimentos ou alterar novamente a dimensão e composição do balanço da Reserva Federal, mas o principal meio de ajustamento do grau acomodatório da política monetária continuará a ser o intervalo-objetivo para a taxa dos fundos federais.

O processo de normalização da política monetária nos EUA tem-se desenrolado sem grandes perturbações para a economia global. Os receios de um aperto súbito das condições financeiras globais, em particular nas economias de mercado emergentes, incluindo uma reversão de fluxos de capital, ou da perturbação que a apreciação do dólar poderia causar em certas economias com taxas de câmbio indexadas ao dólar ou onde o endividamento ao exterior é elevado, não se têm materializado. Para isso, terão contribuído o gradualismo e a previsibilidade preconizados pelo FOMC e, essencialmente, o facto de o processo de normalização decorrer a par de uma melhoria das perspetivas para a economia norte-americana, com implicações positivas para a economia global e para os preços das matérias-primas, num contexto de apetência para o risco e aumento dos preços dos ativos⁸.

Gráfico C.1.3 • Projeções para o ajustamento dos ativos detidos pela Reserva Federal considerando cenários alternativos para os passivos no longo prazo | Em biliões de USD



Fonte: Federal Reserve Bank of New York.

Notas: As projeções tiveram em conta os princípios e o plano do FOMC anunciados para o processo de normalização da política monetária e as expetativas de mercado (baseadas no *Survey of Primary Dealers* e no *Survey of Market Participants* de junho de 2017) para as taxas de juro, para o momento inicial do ajustamento do balanço da Reserva Federal, e para sua dimensão e composição no longo prazo. Todos os cenários assumem a alteração na política de reinvestimentos, nomeadamente a aplicação dos limites iniciais aos reinvestimentos, em outubro de 2017. Os três cenários diferem na dimensão do passivo da Reserva Federal no longo prazo (cerca de 2.6/3.3/4.2 biliões de USD no cenário menor/mediano/maior), incluindo quer reservas e outros passivos.

3. Condições monetárias e financeiras

3.1. Área do euro

O BCE manteve uma política monetária acomodatória no primeiro semestre de 2017

Ao longo dos primeiros seis meses de 2017, o Banco Central Europeu continuou as suas compras de ativos de acordo com o ritmo anunciado em dezembro de 2016 – de 80 mil milhões de € por mês até ao final de março e de 60 mil milhões de € por mês daí em diante. A redução do montante de compras não decorreu de um aperto da política monetária, tendo o valor sido calibrado de forma a preservar o nível muito substancial de acomodação monetária necessário para garantir uma convergência sustentada da taxa de inflação para valores abaixo, mas próximos de 2%. O BCE anunciou estar preparado para voltar a aumentar o ritmo de compras se a materialização de riscos justificar essa necessidade. No período em questão não houve qualquer alteração às taxas de juro de referência (-0,4% na facilidade de depósito, 0,0% nas operações principais de refinanciamento e 0,25% na facilidade de cedência marginal de liquidez). Face à melhoria da atividade económica e ao desaparecimento dos riscos de deflação na área do euro, o BCE procedeu em junho a uma alteração da comunicação relativa às taxas de juro, deixando de mencionar que as taxas de juro poderiam ser reduzidas no futuro. Em março de 2017 realizou-se a última operação da ORPAD-II anunciada um ano antes (Caixa 2).

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

As condições monetárias e financeiras na área do euro foram condicionadas por alguma volatilidade induzida pela incerteza associada aos

resultados eleitorais em algumas jurisdições, bem como por alguma incerteza acerca do ritmo de normalização das diferentes políticas monetárias globais. O início do ano registou uma subida das taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos e um aumento dos diferenciais face à dívida alemã, num contexto de incerteza acerca do resultado das eleições francesas. A partir de meados de março começou a observar-se uma diminuição dos diferenciais que se manteve até ao final do semestre. O diferencial da rendibilidade da dívida pública portuguesa face à Alemanha também apresentou este perfil, sendo de destacar a descida particularmente acentuada após março que conduziu a um diferencial no fim do semestre inferior ao do início do ano em mais de 100 pontos base (Gráficos 3.1 e 3.2). Esta evolução coincidiu com uma sequência favorável de desenvolvimentos na economia portuguesa, incluindo o encerramento do Procedimento por Défices Excessivos.

As medidas de estímulo monetário adotadas pelo BCE continuaram a influenciar positivamente as condições de financiamento à economia. O crédito manteve um perfil de aceleração, crescendo a uma taxa homóloga de 2,3% para as empresas não financeiras e 2,4% para as famílias nos primeiros seis meses do ano. O custo deste financiamento continuou também a descer e, no caso das empresas não financeiras, situou-se em 1,8% em junho, um mínimo histórico.

Os dados do Inquérito aos Bancos Sobre o Mercado de Crédito sugerem que as medidas de política monetária não convencional continuam a ter um papel importante na evolução favorável das condições monetárias e financeiras (Gráfico 3.3). Esta conclusão é reforçada numa análise à evolução dos custos de financiamento das empresas não financeiras que permite observar que a sua redução desde maio de 2014 foi notoriamente maior do que o sugerido pelo habitual funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária. Em particular, neste período a redução dos custos de financiamento das empresas foi superior à redução da EONIA. Esta evolução foi especialmente marcada nos

países com menor notação, ao contrário do que sucedeu em 2011/12 (Gráfico 3.4).

de crédito, decorrentes da recuperação da atividade económica.

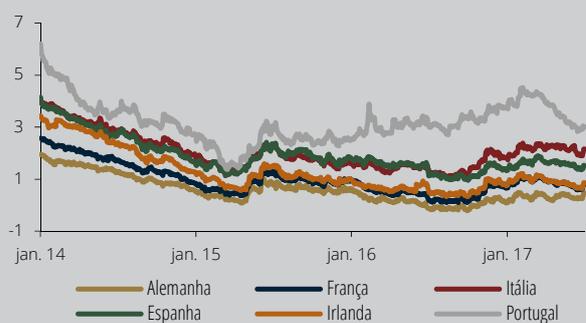
3.2. Condições de financiamento do sector privado não financeiro

No primeiro semestre de 2017, as condições de financiamento do setor privado não financeiro em Portugal melhoraram, beneficiando da manutenção de uma política monetária acomodatória por parte do BCE, assim como de perspectivas mais positivas para a evolução do risco

As taxas de juro dos novos empréstimos a particulares reduziram-se ligeiramente

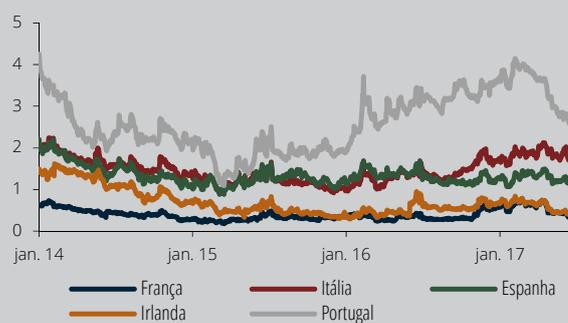
No primeiro semestre de 2017, as taxas de juro dos novos empréstimos bancários a particulares situaram-se em média em valores ligeiramente mais reduzidos do que os registados no semestre

Gráfico 3.1 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos por país | Em percentagem



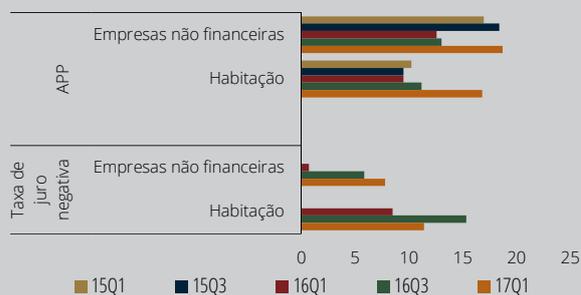
Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 3.2 • Diferenciais na rendibilidade da dívida pública a 10 anos por país face à Alemanha | Em pontos percentuais



Fonte: Thomson Reuters.

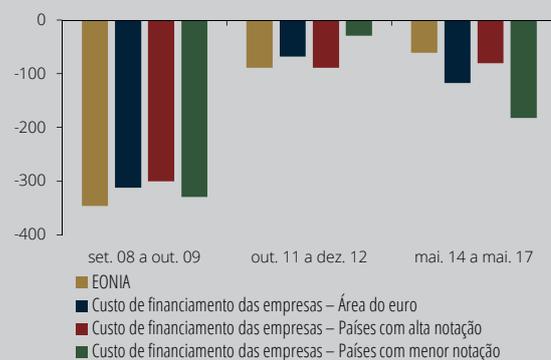
Gráfico 3.3 • Impacto do programa de compra de ativos e taxas de juro negativas no crédito | Índice de difusão



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 procura ou um contributo negativo (positivo) para a evolução da procura.

Gráfico 3.4 • Variação das taxas de política e do custo de financiamento das empresas não financeiras | Em pontos base



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

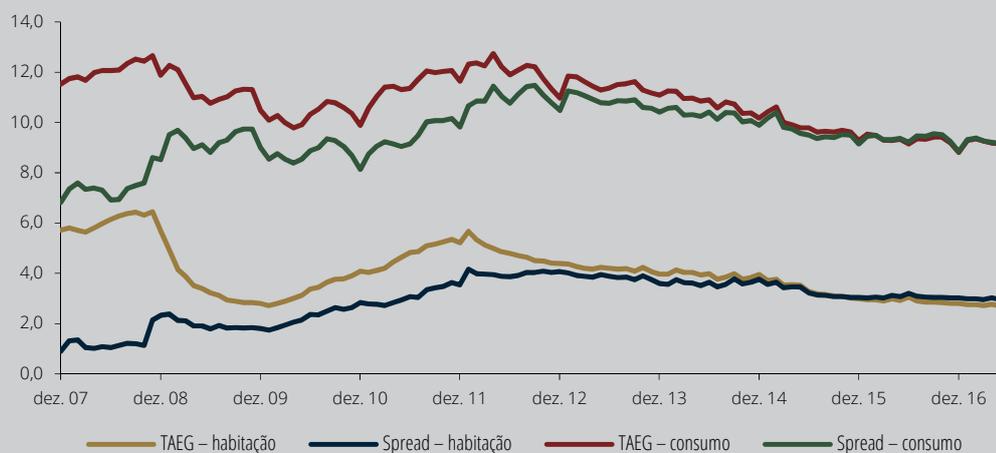
Notas: O custo de financiamento das empresas não financeiras refere-se às taxas de juro para novos empréstimos de curta e longa duração. Os três subperíodos escolhidos dizem respeito, respetivamente, às primeiras descidas de taxa de juro após a crise, às novas descidas após uma recuperação ténue e ao período que incluiu as taxas de juro negativas e compra de ativos.

anterior (Gráfico 3.5). Os níveis historicamente baixos das taxas de juro dos empréstimos para habitação e para consumo (com uma Taxa Anual de Encargos Efetiva Global – TAEG – de respetivamente 2,7% e 9,1%, em junho de 2017) refletem em grande parte os valores reduzidos das taxas de juro de referência interbancárias, que nos prazos até um ano continuaram a situar-se em valores negativos. Adicionalmente, num contexto de normalização das condições de financiamento da economia portuguesa e de redução dos prémios de risco, a evolução das taxas de juro dos empréstimos aos particulares tem vindo a beneficiar desde meados de 2012 da redução dos spreads aplicados pelos bancos. Em junho de 2017, os spreads médios dos empréstimos para habitação e para consumo eram próximos dos registados em meados de 2011, situando-se contudo bastante acima dos verificados no período anterior à crise económica e financeira, em especial no caso do crédito para habitação.

Novos empréstimos para habitação aumentam e os novos empréstimos para consumo mantêm-se elevados

O montante dos novos empréstimos bancários concedidos a particulares para habitação aumentou no primeiro semestre de 2017, mantendo o dinamismo que vêm a observar desde o início de 2015 (Gráfico 3.6). Em meados de 2017, estes empréstimos atingiram valores máximos desde finais de 2010, que todavia representam apenas cerca de metade dos montantes observados nos anos anteriores à crise económica e financeira. Os contratos com um prazo de fixação da taxa de juro superior a um ano (em especial, entre um e cinco anos) continuaram a representar cerca de 40% do total dos novos empréstimos, depois de em 2016 terem aumentado significativamente a sua importância. O dinamismo observado pelos novos empréstimos para habitação ocorre num contexto de significativo aumento dos preços neste mercado. Os preços da habitação mostram uma tendência de aceleração significativa desde 2014 (taxa de variação homóloga de 7,9% no primeiro trimestre de 2017), tendo revertido as quedas registadas no período 2008–13, embora em termos reais ainda se situem bastante abaixo dos valores observados em 2008 (Gráfico 3.7). Para a aceleração dos preços da habitação está a contribuir em parte o aumento da procura por não residentes. Segundo o Inquérito aos Bancos Sobre o Mercado de Crédito, a melhoria das perspetivas do mercado da habitação, incluindo a evolução esperada dos

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



Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

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

preços, assim como a melhoria da confiança dos consumidores e o nível reduzido das taxas de juro, são os fatores que justificam o aumento da procura de empréstimos para habitação.

No caso do consumo, o montante dos novos empréstimos permaneceu relativamente estável no primeiro semestre de 2017, em níveis semelhantes aos do período anterior à crise económica e financeira (Gráfico 3.6). De entre as suas várias componentes, continua a destacar-se o maior dinamismo do crédito automóvel e, em especial, do crédito destinado à aquisição

de veículos usados (Gráfico 3.8). O peso do crédito ao consumo no consumo privado tem vindo a aumentar, tendo retornado a níveis próximos dos existentes no período anterior à crise (Gráfico 3.9). Para o aumento do recurso ao crédito por parte das famílias como fonte de financiamento do consumo, estará a contribuir a normalização das condições de concessão de crédito por parte dos bancos, após o aumento da restritividade registada no período entre 2007 e 2012, assim como uma melhoria sustentada da confiança dos consumidores.

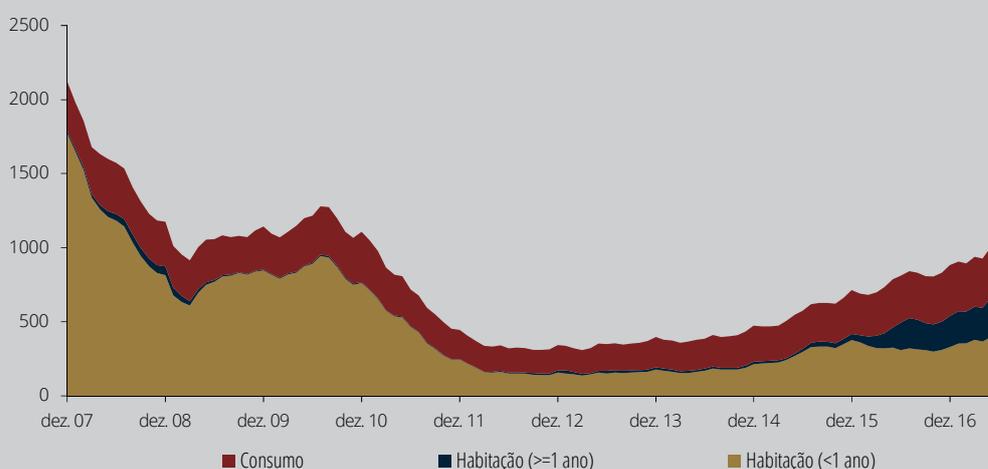


Gráfico 3.6 •
Montante de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares
| Média móvel de 3 meses, em milhões de euros

Fonte: Banco de Portugal.

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 3.7 •
Preços da habitação
| Índice e taxa de variação homóloga em percentagem

Fonte: INE.

Nota: Os preços da habitação são medidos pelo Índice de Preços à Habitação. O preço real corresponde ao rácio entre esse índice de preços e o IHPC.

Dívida total dos particulares continua a reduzir-se

Apesar do aumento dos novos empréstimos, o montante total de dívida bancária detida por particulares continua a registar um ajustamento em baixa, situando-se a taxa de variação anual em -1,1% em junho de 2017 (-1,6% em dezembro de

2016) (Gráfico 3.10). Esta evolução é determinada pelo segmento da habitação, no qual o montante de reembolsos de empréstimos continua a mais do que compensar o novo crédito concedido. Pelo contrário, no crédito ao consumo, a taxa de variação anual situa-se, desde o final de 2016, em cerca de 10%, o que traduz um valor máximo desde 2009.

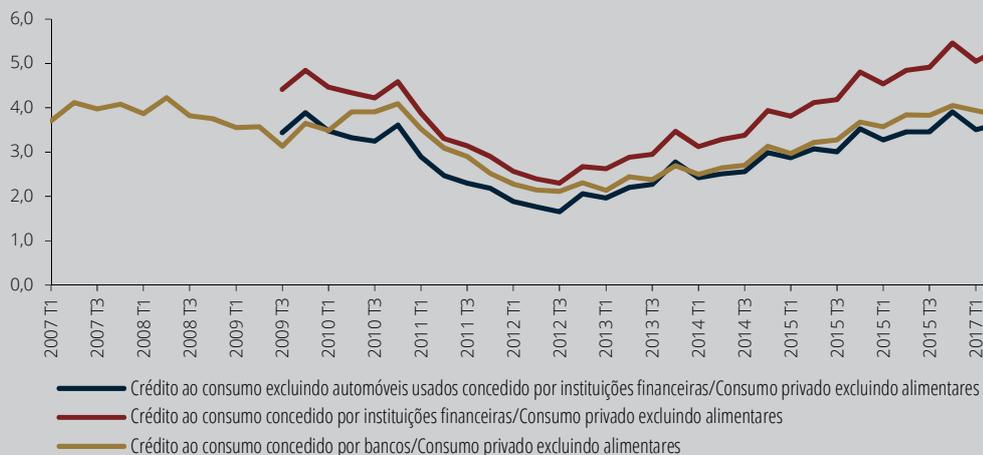
Gráfico 3.8 •
Montante de novos contratos de crédito aos consumidores por categoria do crédito
| Valor médio mensal, em milhões de euros



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.

Gráfico 3.9 •
Peso no consumo privado das novas operações de crédito ao consumo
| Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Montante dos novos contratos de crédito aos consumidores concedidos, excluindo os montantes relativos a cartões de crédito, conta corrente e facilidade de descoberto. Os dados relativos aos empréstimos concedidos pela totalidade das instituições financeiras estão apenas disponíveis a partir de julho de 2009.

O custo de financiamento das empresas tem vindo a reduzir-se para níveis baixos, em especial no caso dos empréstimos e dos títulos de dívida

No caso das sociedades não financeiras, o custo de financiamento agregado, avaliado em termos reais, tem vindo a registar uma tendência de redução desde o valor máximo atingido em 2012 (13,2%), situando-se no primeiro semestre de 2017 próximo do nível do final de 2010 (5,9%) (Gráfico 3.11). Para esta evolução favorável contribuíram todas as fontes de

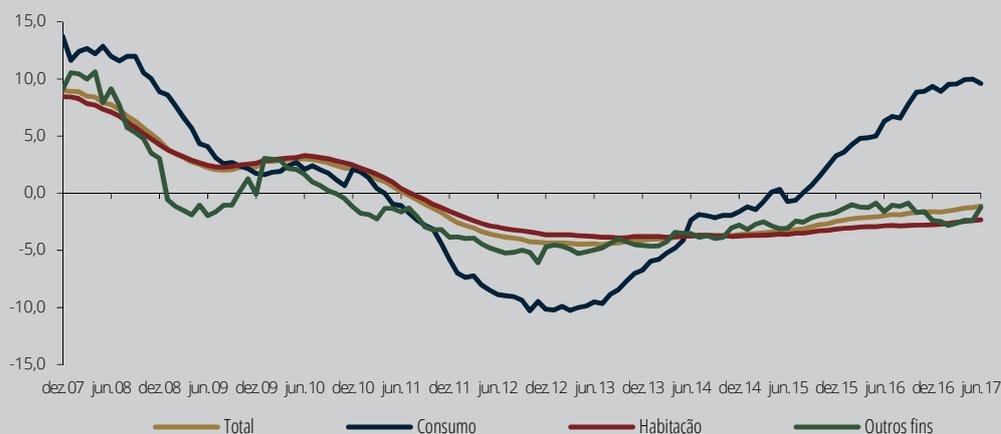


Gráfico 3.10 •
Empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares
| Taxa de variação anual, em percentagem

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.

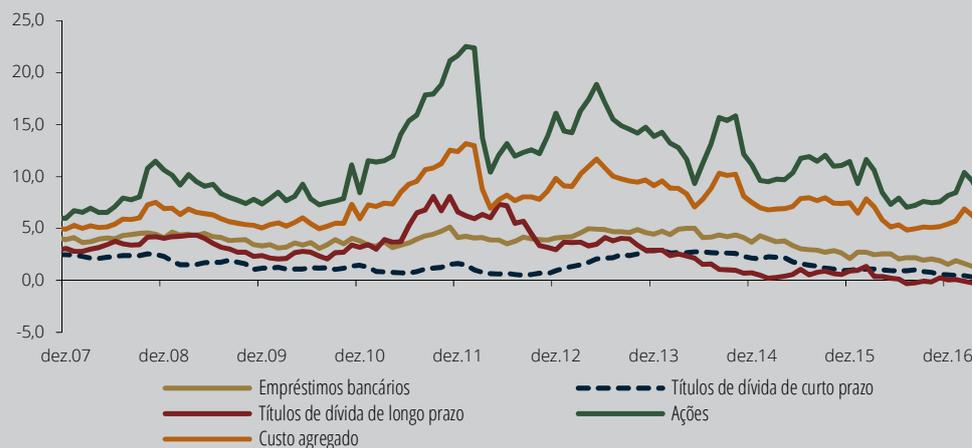


Gráfico 3.11 •
Custo de financiamento das empresas não financeiras em termos reais
| Em percentagem

Fontes: Barclays, BCE, Consensus Economics, Lehman Brothers, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

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 novos 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. O custo de financiamento com ações é calculado com base no *Three Stage Dividend Discount Model*, utilizando-se os dados do índice Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI) para Portugal. 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. O indicador sintético resulta da agregação dos indicadores parciais, utilizando os saldos vivos de cada um dos instrumentos de financiamento como ponderadores. O custo de financiamento com ações foi ponderado pelos saldos de ações cotadas e não cotadas.

financiamento e, em especial no período mais recente, os empréstimos bancários e os títulos de dívida. Em ambos os casos, os custos para as empresas deste tipo de financiamento encontram-se, tanto em termos reais como nominais, em valores historicamente baixos. É ainda de realçar que a dívida de longo prazo tem vindo a apresentar nos últimos anos um custo mais reduzido do que as restantes fontes de financiamento das empresas.

No caso dos empréstimos bancários, as taxas de juro nominais dos novos empréstimos às sociedades não financeiras mantiveram, tal como no caso dos particulares, uma tendência de ligeira redução ao longo do primeiro semestre de 2017. Esta evolução foi acompanhada por uma diminuição nos diferenciais face às taxas de juro de mercado para níveis próximos dos existentes no final de 2008 (Gráfico 3.12). O diferencial face à taxa de juro média dos empréstimos às sociedades não financeiras da área do euro continuou igualmente a reduzir-se, o que está em linha com a normalização das condições de financiamento das empresas portuguesas, após o período de elevada fragmentação dos mercados de crédito na área do euro registado durante a crise de dívida soberana.

Entre meados de 2016 e meados de 2017, a redução registada nas taxas de juro dos novos

empréstimos terá sido transversal a empresas com diferentes níveis de risco (Gráfico 3.13). Nas empresas de risco elevado, a maior redução ocorreu nas taxas de juro mais altas. Apesar desta evolução, as taxas de juro médias dos novos empréstimos concedidos a empresas com maior risco continuam a ser bastante mais elevadas do que as aplicadas a empresas de menor risco e a terem subjacente uma maior dispersão.

Existem sinais de um ligeiro aumento da procura de empréstimos por parte das empresas junto de bancos residentes

Segundo o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a procura de empréstimos por parte das empresas terá registado um comportamento ligeiramente mais dinâmico no primeiro semestre de 2017 do que no final de 2016. Segundo os bancos inquiridos, para esta evolução contribuíram as necessidades de crédito para financiamento do investimento (Gráfico 3.14). O nível reduzido das taxas de juro, assim como o financiamento de existências e de necessidades de fundo de maneo

Gráfico 3.12 •
Taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras
| Em percentagem e em pontos percentuais



Fontes: BCE, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

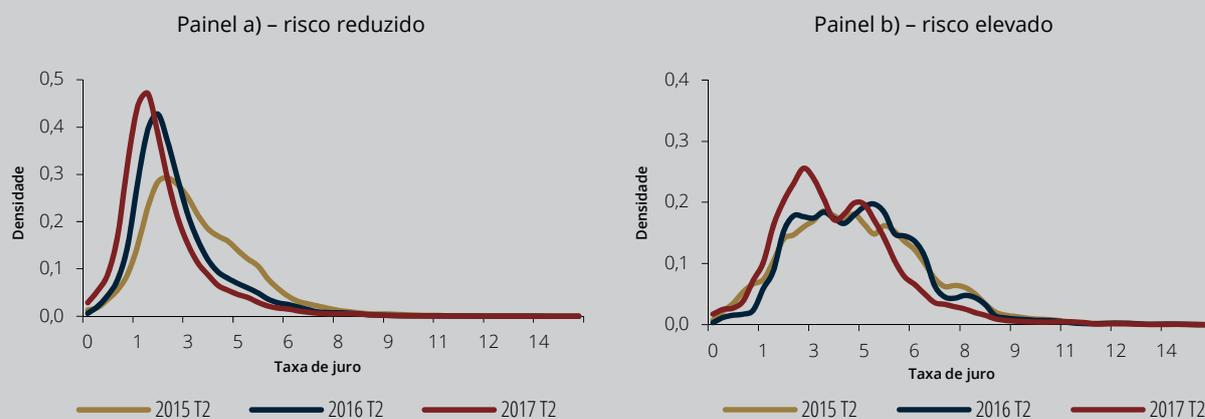
Notas: A taxa de juro média é calculada com base nas taxas de juro dos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo.

são outros fatores que, segundo os bancos, estarão a ter um contributo positivo para a procura. O ligeiro acréscimo da procura de empréstimos por parte das empresas registado nos últimos anos estará a ser crescentemente acompanhado por um aumento da concessão de empréstimos por parte das instituições financeiras residentes a empresas com as quais não tinham anteriormente relações de crédito (Caixa 3).

O saldo total de empréstimos das empresas junto dos bancos residentes continuou a reduzir-se embora tenha aumentado para as empresas com risco de crédito mais reduzido

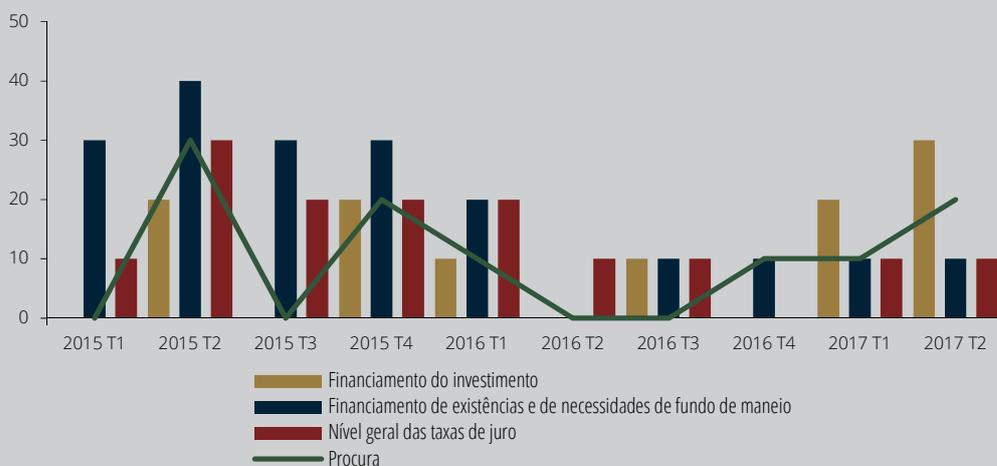
Os empréstimos concedidos pelos bancos residentes às sociedades não financeiras registaram

Gráfico 3.13 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos a empresas privadas não financeiras por perfil de risco de crédito



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, abril de 2016.



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: O índice de difusão 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.

Gráfico 3.14 • Evolução e fatores determinantes da procura de empréstimos por parte das empresas não financeiras | Índice de difusão

em junho de 2017 uma redução anual de 2,8% (-2,4% em dezembro de 2016). Por perfil de risco de crédito das empresas continua a observa-se um comportamento diferenciado das taxas de variação dos empréstimos (Gráfico 3.15). Em particular, para as empresas que se situam no quartil de risco de crédito mais reduzido, os empréstimos registaram taxas de variação homólogas positivas em junho de 2017, como vem a acontecer desde meados de 2014. Os empréstimos das empresas no segundo quartil de risco mais baixo registaram uma redução bastante menos acentuada do que os empréstimos das empresas com um nível de risco elevado.

Este comportamento diferenciado do crescimento do crédito de acordo com o perfil de risco das empresas é igualmente evidenciado pela análise da Caixa 4. A redução registada pelos empréstimos concedidos pelas instituições financeiras residentes às empresas tem decorrido essencialmente dos empréstimos concedidos a empresas que permanecem no mercado (ou seja está em linha com um contributo significativo do processo de desalavancagem das empresas para a redução da dívida total), em especial dos empréstimos a empresas com situações de incumprimento. Nos anos mais recentes, o contributo positivo para o crescimento dos empréstimos resultante das empresas que iniciaram a sua

participação no mercado de crédito aumentou, depois de ter permanecido reduzido no período 2010-14. Esta evolução sugere que poderá estar a ocorrer uma maior renovação da composição da carteira de empréstimos das instituições financeiras residentes.

Redução da dívida das empresas junto do setor financeiro residente é compensada por um contributo positivo do financiamento junto do resto do mundo

A taxa de variação anual do crédito total às sociedades não financeiras situou-se próxima de zero no segundo trimestre de 2017 (-1% no final de 2016) (Gráfico 3.16). À semelhança do que acontece desde finais de 2015, o setor não residente deu um contributo positivo para o financiamento das empresas em Portugal, que praticamente compensou a redução do endividamento das empresas junto do setor residente, em particular junto do setor financeiro. O contributo positivo do crédito junto de não residentes tem estado associado ao financiamento por via de títulos e, em maior grau, por via de empréstimos. No primeiro semestre de 2017, o contributo dos empréstimos junto do resto do mundo reduziu-se,

Gráfico 3.15 •
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, n.º 2, abril de 2016. A taxa de variação homóloga é calculada como a taxa de variação anual do stock de empréstimos em cada mês.

determinando uma diminuição do contributo externo para o crescimento do crédito total.

O crédito às empresas continua a ter uma evolução diferenciada por setor de atividade

De entre os principais setores de atividade, em junho de 2017, as taxas de variação anuais do crédito total continuaram a registar valores positivos no comércio, nas indústrias transformadoras e, em especial, nas atividades de consultoria e técnicas administrativas (Gráfico 3.17, painel a). Para o dinamismo do crédito neste último setor

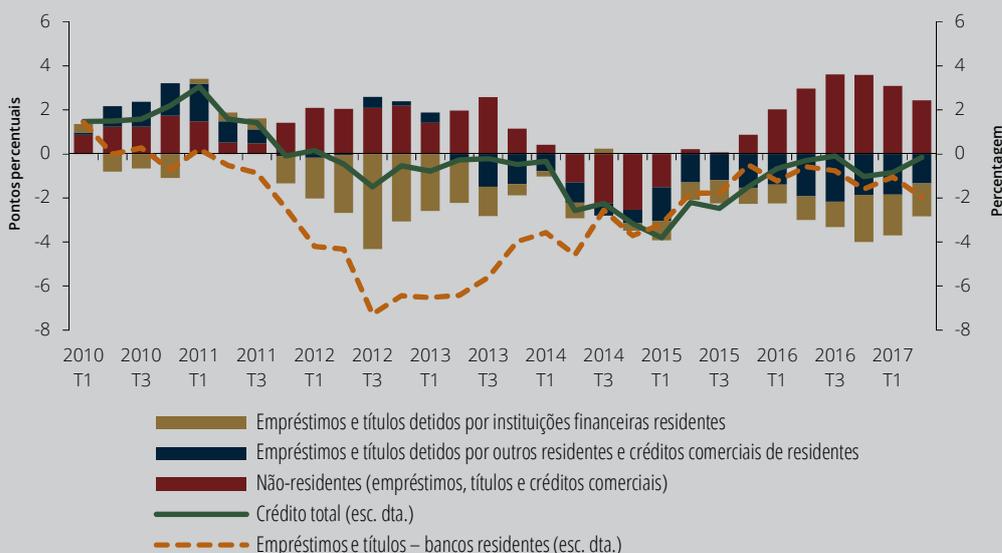
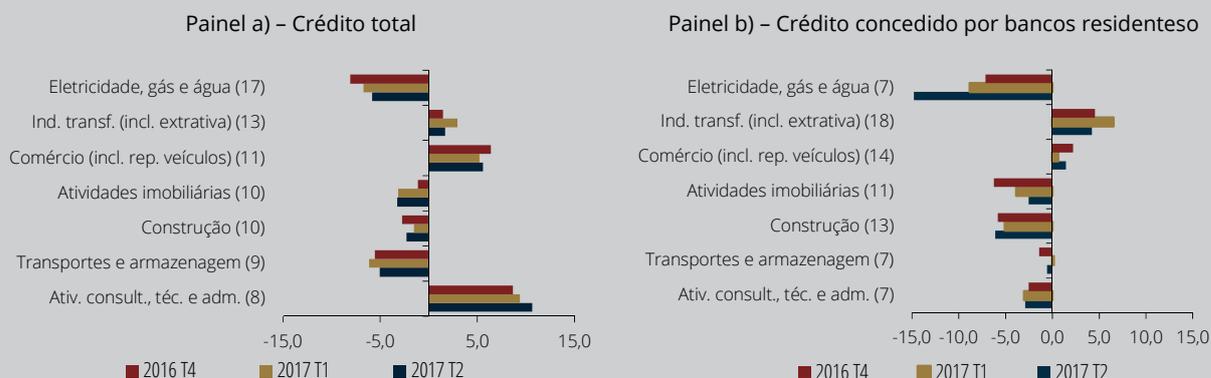


Gráfico 3.16 • Crédito total a empresas não financeiras por setor financiador | Taxa de variação anual e contributos em percentagem e pontos percentuais

Fonte: Banco de Portugal.

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

Gráfico 3.17 • Crédito a empresas não financeiras por setor de atividade | Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Neste gráfico o crédito total inclui empréstimos e títulos e não inclui créditos comerciais. 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. Nos eixos das ordenadas, os valores entre parêntesis representam, o peso do crédito ao setor no total de crédito às sociedades não financeiras, considerando no painel a) o crédito total e no painel b) apenas o crédito concedido por bancos residentes.

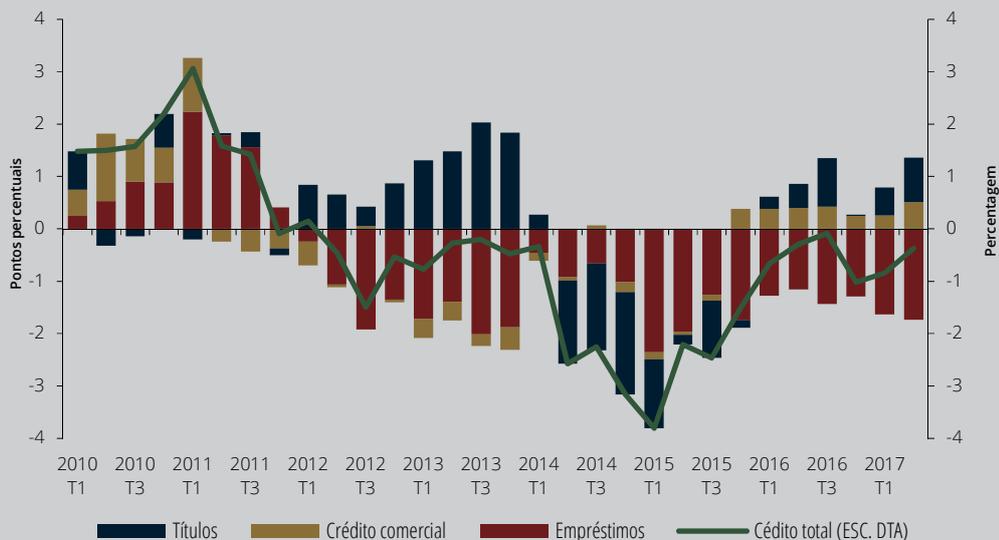
contribui o facto de estarem incluídas nestas atividades as casas-mãe de grupos não financeiros, as quais captam financiamento (nomeadamente no exterior) que canalizam para as restantes empresas do grupo. Tal como acontece para o conjunto das empresas, na maioria dos setores de atividade a evolução do crédito total é mais positiva do que a do crédito concedido pelos bancos residentes (Gráfico 3.17, painel b). Uma exceção consiste nas indústrias transformadoras, onde o crédito concedido por bancos residentes apresenta taxas de crescimento mais elevadas do que o crédito total. Os setores da eletricidade, gás e água e da construção continuam a ser aqueles onde as taxas de variação do crédito bancário são mais negativas.

em simultâneo com a evolução positiva dos créditos comerciais, está a compensar a redução registada pelos empréstimos (Gráfico 3.18). O dinamismo do financiamento com dívida titulada reflete não só o aumento de títulos junto de não residentes, mas também o facto de no financiamento junto de residentes se observar uma recomposição do crédito em detrimento de empréstimos e a favor de títulos. A evolução mais favorável do custo de financiamento com títulos de dívida de longo prazo face aos empréstimos bancários pode ser um dos fatores que está a justificar a substituição entre estas duas fontes de financiamento.

Aumento do financiamento das empresas com dívida titulada e redução do financiamento com empréstimos

Em termos de crédito total, o contributo positivo dos títulos para o financiamento das empresas,

Gráfico 3.18 •
Crédito total a empresas não financeiras por instrumento de dívida
| Taxa de variação anual e contributos, em percentagem e pontos percentuais



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.

Caixa 2 | Operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas: caracterização e impactos no mercado de crédito bancário

Desde junho de 2014, o BCE adotou um conjunto adicional de medidas não convencionais de política monetária de modo apoiar a concessão de crédito à economia real, melhorar o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária e, em última instância, atingir o objetivo de estabilidade de preços. Entre estas medidas encontram-se duas séries de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPAD, ou TLTRO – *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*). A primeira série (ORPAD-I) foi anunciada em junho de 2014 e previa oito operações em que as instituições de crédito poderiam obter financiamento pelo prazo máximo de quatro anos à taxa de juro das operações principais de refinanciamento⁹. O montante que os bancos poderiam obter dependia do seu comportamento na concessão de crédito. O montante para as duas primeiras operações era proporcional ao seu saldo dos empréstimos às empresas não financeiras e às famílias (excluindo empréstimos para habitação). Os bancos que excedessem o respetivo valor de referência para a variação neste tipo de crédito poderiam obter empréstimos adicionais nas 6 subseqüentes operações; aqueles que ficassem aquém do valor de referência seriam obrigados a reembolsar antecipadamente o financiamento.¹⁰ A segunda série (ORPAD-II) foi anunciada em março de 2016. O incentivo passou a estar no custo de financiamento, que seria mais baixo conforme o crédito concedido, e deixou de existir a penalização de reembolso antecipado obrigatório. As quatro operações da ORPAD-II tinham uma maturidade de quatro anos com uma taxa de juro máxima igual à taxa de juro das operações principais de refinanciamento, que se manteve em 0% durante o período das operações. Caso os empréstimos às empresas não financeiras e às famílias (excluindo empréstimos para habitação) concedidos pelo banco excedam o montante de referência em janeiro de 2018, a taxa de juro será inferior à taxa das operações principais de refinanciamento, podendo descer até à taxa da facilidade de depósito (-0.40% para as quatro operações), constituindo, na prática, um “subsídio” à concessão de crédito. Quando a ORPAD-II foi anunciada, o BCE permitiu ainda o reembolso antecipado dos montantes vivos na ORPAD-I na data da primeira operação da ORPAD-II, possibilitando a transferência do financiamento para a ORPAD-II.

As condições mais vantajosas da ORPAD-II contribuem para explicar em grande parte o maior sucesso desta série. Enquanto nas 8 operações conduzidas no âmbito da primeira série foram colocados 432 mil milhões de euros, nas 4 ORPAD-II foram colocados 740 mil milhões de euros (Gráfico C.2.1). Descontando os reembolsos efetuados à ORPAD-I, o montante total vivo nas duas séries ascende a 761 mil milhões de euros.

A distribuição geográfica dos montantes colocados nas ORPAD mostra um maior peso das contrapartes residentes em países tidos como vulneráveis (Gráfico C.2.1). As respostas dos bancos nos inquéritos sobre o mercado de crédito confirmam um maior interesse por estas operações por parte deste grupo de países. A principal razão avançada para participar nas ORPAD prende-se com razões de rentabilidade. Quando se compara as taxas de juro aplicáveis às ORPAD com taxas de juro de outras fontes de financiamento dos bancos (Gráfico C.2.2), comprova-se que, de facto, o financiamento por via das ORPAD era relativamente vantajoso. Esta vantagem era maior para as ORPAD-II, uma vez que a taxa poderá ser tão baixa quanto a taxa da facilidade de depósito. Adicionalmente, nas últimas duas operações a taxa *overnight* esperada ao longo da maturidade das operações era já superior à taxa da facilidade de depósito, criando um incentivo adicional para participar nestas operações, que pode ter contribuído para o recurso mais forte na quarta operação.

Por sua vez, a principal razão avançada por alguns bancos para não participar nas ORPAD é a ausência de restrições de financiamento, em particular nos países do centro da Europa.

Quando questionados sobre os usos para o financiamento obtido pelas ORPAD, os bancos da área do euro revelaram nos inquéritos ao mercado de crédito que iriam usá-lo em primeiro lugar

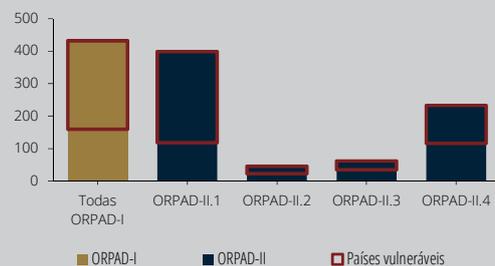
para conceder crédito, em particular às empresas não financeiras. Em segundo lugar, os fundos seriam usados para substituir outras fontes de financiamento. Em particular, nos países tidos como vulneráveis e na França os bancos reportaram que pretendiam usar os fundos da ORPAD para substituir outras operações com o Eurosistema, enquanto os bancos de países como a Alemanha e os Países Baixos referiram em primeiro lugar a substituição de dívida prestes a maturar.

No sentido de confirmar se as ORPAD contribuíram para apoiar a concessão de crédito à economia, recorreu-se a dados ao nível de banco sobre o crédito concedido, procurando saber se o comportamento dos bancos que recorreram às ORPAD se alterou em relação ao passado em comparação com os restantes bancos, tanto em termos de um aumento de fluxos de crédito como de taxas de juro mais baixas.

Os Gráficos C.2.3 e C.2.4 apresentam as distribuições da variação dos fluxos acumulados dos empréstimos às empresas não financeiras e às famílias excluindo para habitação, de acordo com a participação dos bancos nas ORPAD e a sua localização geográfica. A informação sugere que os bancos participantes na ORPAD-II, em particular os localizados nos países tidos como vulneráveis, que expectavelmente estariam com maiores restrições de financiamento, registaram um maior crescimento do crédito em comparação com o passado e com os bancos não participantes. Em contrapartida, não se encontra evidência de um efeito significativo associado ao recurso à ORPAD-I. Contudo, não é de excluir a hipótese de que os efeitos da ORPAD-I se tenham prolongado para além do período analisado no Gráfico C.2.3, tornando mais difícil destrinçar os efeitos das duas séries de operações.

As ORPAD poderão também ter contribuído para aliviar as condições de financiamento e, em particular, para uma redução das taxas de juro aplicáveis aos novos empréstimos. Contudo, num mercado concorrencial, o preço deverá ajustar-se às condições que os diferentes concorrentes oferecem, daí que não seja claro que se deva esperar um efeito significativo do recurso às ORPAD sobre as taxas de juro dos novos empréstimos. Os Gráficos C.2.5 e C.2.6 apresentam distribuições semelhantes às anteriores para a variação nas taxas de juro dos novos empréstimos às empresas não financeiras para o período relevante para cada ORPAD. A variação das taxas de juro para

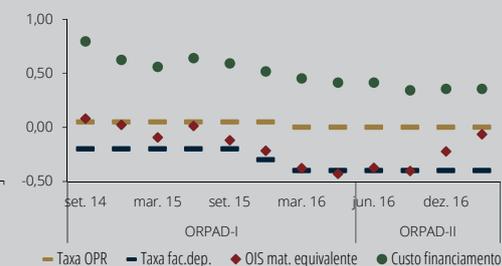
Gráfico C.2.1 • Montantes colocados nas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas | Mil milhões de euros



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal).

Nota: Todas as ORPAD-I – soma do montante colocado nas 8 operações. Países vulneráveis – Portugal, Espanha, Itália, Grécia, Irlanda, Chipre e Eslovénia.

Gráfico C.2.2 • Taxas de juro relevantes para a decisão de participação nas ORPAD | Percentagem



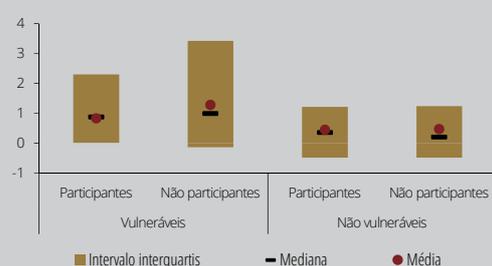
Fontes: Bloomberg, Thomson Reuters e BCE (cálculos do Banco de Portugal).

Notas: OIS – *Overnight Interest rate Swaps* com maturidade equivalente à ORPAD. As ORPAD-I têm a mesma data de vencimento (26 de setembro de 2018), enquanto que cada ORPAD-II tem maturidade de 4 anos. O custo de financiamento dos bancos é uma média ponderada do custo de financiamento por depósitos e por títulos de dívida.

ambos os grupos de bancos e de países parecem não ser significativamente diferentes, o que apoia a segunda hipótese avançada.

É de recordar que outras medidas de estímulo monetário foram tomadas em simultâneo com as ORPAD. Deste modo, é difícil isolar os efeitos das ORPAD sobre o mercado de crédito. Ainda assim, a evidência disponível até ao momento sugere que as ORPAD terão ajudado a estimular a concessão de crédito bancário à economia real, especialmente no caso da segunda série de ORPAD.

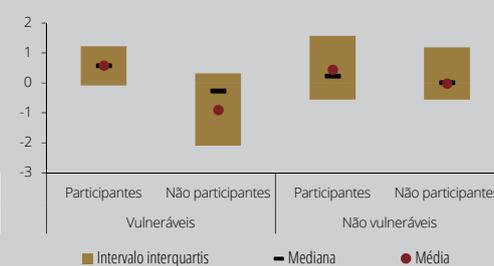
Gráfico C.2.3 • Distribuição da variação dos fluxos de crédito concedido de acordo com participação na ORPAD-I | Em pontos percentuais



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal).

Nota: Variação do rácio dos fluxos acumulados de novos empréstimos às empresas não financeiras e às famílias (excluindo habitação) sobre os principais ativos entre Mai. 13/Abr. 14 e Jun. 14/Fev. 16 (em média de 12 meses). Países vulneráveis – Portugal, Espanha, Itália, Grécia, Irlanda, Chipre e Eslovénia. Inclui 45 bancos participantes e 47 bancos não participantes. O grupo dos países não vulneráveis inclui 55 bancos participantes e 143 bancos não participantes.

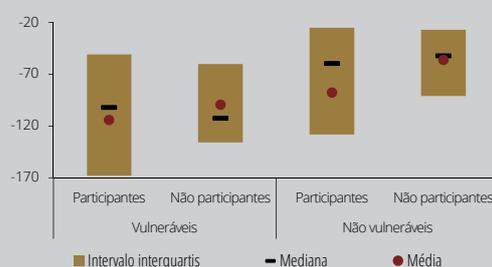
Gráfico C.2.4 • Distribuição da variação dos fluxos de crédito concedido de acordo com participação na ORPAD-II | Em pontos percentuais



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal).

Nota: Variação do rácio dos fluxos acumulados de novos empréstimos às empresas não financeiras e às famílias (excluindo habitação) sobre os principais ativos entre Fev. 15/Jan. 16 e Mar. 16/Jun. 17 (em média de 12 meses). Países vulneráveis – Portugal, Espanha, Itália, Grécia, Irlanda, Chipre e Eslovénia. Inclui 45 bancos participantes e 40 bancos não participantes. O grupo dos países não vulneráveis inclui 70 bancos participantes e 128 bancos não participantes.

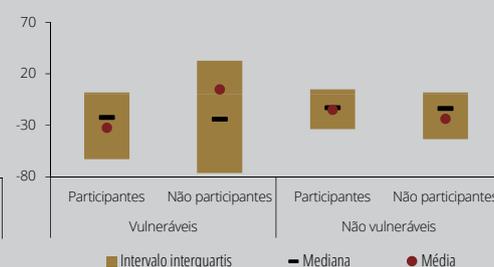
Gráfico C.2.5 • Distribuição da variação das taxas de juro dos novos empréstimos de acordo com participação na ORPAD-I | Em pontos base



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal).

Nota: Variação da taxa de juro média ponderada dos novos empréstimos às empresas não financeiras entre Jun. 14 e Fev. 16. Países vulneráveis – Portugal, Espanha, Itália, Grécia, Irlanda, Chipre e Eslovénia. Inclui 44 bancos participantes e 32 bancos não participantes. O grupo dos países não vulneráveis inclui 51 bancos participantes e 113 bancos não participantes.

Gráfico C.2.6 • Distribuição da variação das taxas de juro dos novos empréstimos de acordo com participação na ORPAD-II | Em pontos base



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal).

Nota: Variação da taxa de juro média ponderada dos novos empréstimos às empresas não financeiras entre Mar. 16 e Jun. 17. Países vulneráveis – Portugal, Espanha, Itália, Grécia, Irlanda, Chipre e Eslovénia. Inclui 44 bancos participantes e 28 bancos não participantes. O grupo dos países não vulneráveis inclui 62 bancos participantes e 97 bancos não participantes.

Caixa 3 | Consultas à CRC e a criação de novas relações de crédito: uma caracterização para o período 2011-2017

A Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) do Banco de Portugal contém informação granular relativa aos saldos vivos de empréstimos de empresas e particulares nas instituições de crédito que operam em Portugal. Esta informação permite, em particular, saber se a situação do crédito é regular ou vencido. Desde 2010, o Banco de Portugal disponibiliza uma plataforma de consulta *online* que permite às instituições financeiras terem acesso à situação de crédito no sistema financeiro de cada empresa e indivíduo constante na CRC. Estes dados permitem a quem concede crédito uma melhor avaliação do nível de risco de um potencial cliente. No caso dos seus clientes de crédito, os bancos recebem mensalmente esta informação, mas para obter acesso a estes dados para potenciais clientes é necessário ter o consentimento do devedor em causa e o pagamento de um valor nominal.

Esta caixa concentra-se apenas nas consultas realizadas por agentes financeiros à situação de sociedades não financeiras, para o período compreendido entre janeiro de 2011 e julho de 2017. Na análise que se segue as consultas realizadas no mesmo mês, pelo mesmo banco, relativas à mesma empresa, são consideradas como uma única consulta.

Cerca de 90% das consultas são relativas a empresas que não têm qualquer empréstimo junto da instituição que consulta a CRC. Esta situação sugere que um dos principais objetivos dos bancos que recorrem a estas consultas é a redução da assimetria de informação que existe com o potencial novo cliente no momento em que se verifica um pedido de concessão de crédito.

O número de consultas mensais (Gráfico C.3.1) realizadas por bancos à situação de empresas com as quais não têm relação de crédito é de 38 mil, em média, no período em análise. No período compreendido entre 2012 e 2014, o número de consultas foi relativamente mais baixo (35 mil em média) e observa-se uma tendência de aumento a partir de 2015 (com uma média de 42 mil consultas mensais). Ao comparar o número de consultas por mês com o número de empresas objeto de consulta (Gráfico C.3.2), conclui-se que frequentemente a mesma empresa é objeto de consulta no mesmo mês por mais do que uma instituição de crédito. O número de empresas que

Gráfico C.3.1 • Número de consultas a empresas por mês | Média móvel de 3 meses, em unidades



Fonte: Banco de Portugal.

foram objeto de consulta por uma instituição com a qual não têm nenhuma relação de crédito foi, em média, de 33 mil por mês (Gráfico C.3.2) e de 156 mil por ano. As alterações ao longo do tempo no número de consultas devem-se principalmente à variação do número de empresas objeto de consulta. Com efeito, como se pode verificar no Gráfico C.3.3, o número médio de bancos que consulta a CRC sobre uma determinada empresa tem permanecido relativamente estável ao longo do tempo em cerca de 1,4.

Cerca de 60% das consultas são sobre micro empresas, o que está associado ao elevado número deste tipo de empresas em Portugal. No entanto, apenas 31% das micro empresas são objeto de consulta pelo menos uma vez por ano, o que reflete o facto de muitas destas empresas não procurarem crédito (Gráfico C.3.4). Pelo contrário, nas duas maiores classes de dimensão, quase todas as empresas são objeto de consulta por um banco pelo menos uma vez por ano.

Gráfico C.3.2 • Número de empresas objeto de consulta por mês | Média móvel de 3 meses, em unidades



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.3.3 • Número de bancos que consultam a CRC sobre cada empresa | Média móvel de 3 meses, em unidades



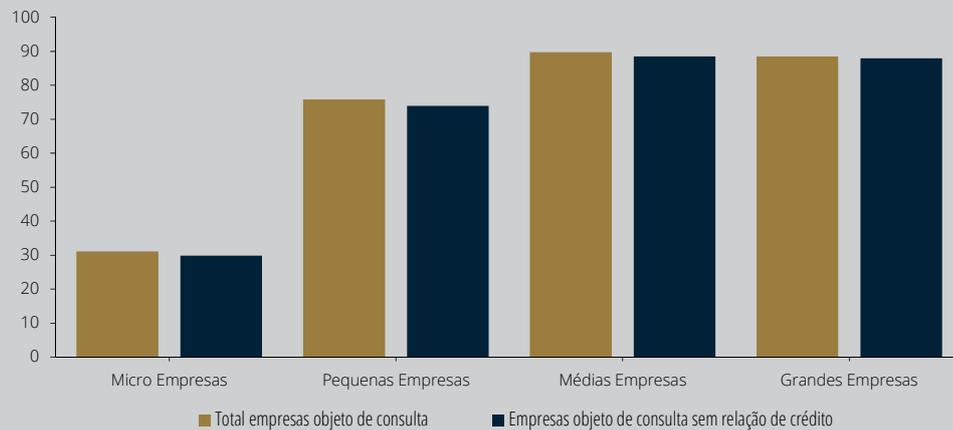
Fonte: Banco de Portugal.

O cruzamento da informação sobre consultas a potenciais devedores com a informação sobre o estabelecimento de novas relações de crédito obtida com base na CRC permite calcular a taxa de conversão das consultas em novas relações de crédito. Nesta caixa considera-se que uma consulta deu origem a uma nova relação de crédito quando uma empresa que foi objeto de consulta por parte de um banco no qual não tinha crédito, num determinado mês, obteve nos 12 meses seguintes um empréstimo nesse banco.

Da análise do Gráfico C.3.5 pode-se concluir que quanto maior o tempo decorrido desde a data da consulta, menor é a probabilidade de uma empresa estabelecer uma nova relação de crédito.

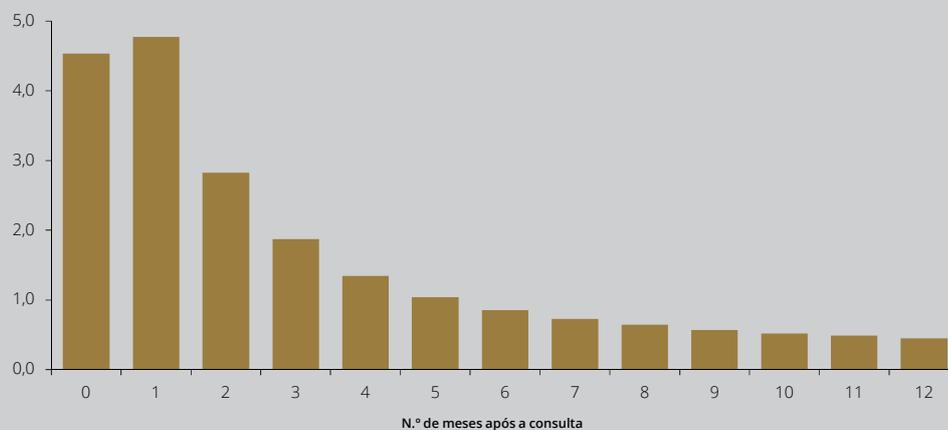
No Gráfico C.3.6 apresenta-se a evolução ao longo do período em análise da taxa de conversão das consultas em novas relações, bem como a percentagem de empresas que estabeleceram uma nova relação nos 12 meses após terem sido objeto de uma consulta¹¹. Em média, 21% das

Gráfico C.3.4 • Percentagem de empresas objeto de consulta por dimensão
| Média das percentagens anuais



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.3.5 • Percentagem de consultas convertidas em novas relações de crédito, por mês desde a consulta | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

consultas foram seguidas, nos 12 meses seguintes, de uma nova relação de crédito com o banco que realizou a consulta, e 44%¹² das empresas objeto de consulta obtiveram uma nova relação de crédito, até 12 meses após a consulta ter sido feita. Ambas as medidas evidenciam uma queda acentuada ao longo de 2011, e uma tendência de aumento desde meados de 2014.

Em suma, a evolução recente, quer das consultas à CRC quer da percentagem de novas relações que se estabelecem na sequência dessas consultas, parece estar em linha com a progressiva normalização da procura e da oferta no mercado de crédito às empresas e ser consistente com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito. De acordo com os resultados deste inquérito, a procura de empréstimos por parte das empresas tem revelado algum dinamismo a partir de 2015 e os critérios de concessão de crédito têm-se mantido relativamente estáveis, o que contrasta com a evolução reportada nos inquéritos realizados em 2011 e 2012 (Gráfico C.3.7).

Gráfico C.3.6 • Consultas que originaram crédito e empresas que obtiveram crédito num período até 12 meses após a realização da consulta | Média móvel de 3 meses, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico C.3.7 • Procura e oferta de crédito | Índice de difusão em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O índice de difusão varia entre -100 e 100. Valores inferiores (superiores) a zero traduzem critérios menos (mais) restritivos no caso da oferta e uma redução (um aumento) no caso da procura.

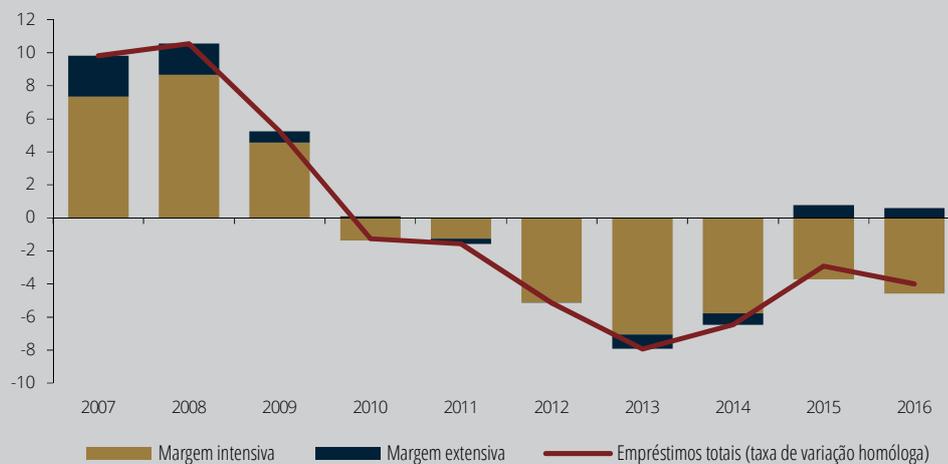
Caixa 4 | Evolução dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por instituições de crédito residentes: margem extensiva versus margem intensiva

Desde o final de 2010, o *stock* de empréstimos concedido por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras tem apresentado uma evolução negativa. Num determinado período, os empréstimos totais podem variar em resultado de alterações no montante de empréstimos das empresas que no período anterior já tinham relações de crédito com alguma instituição financeira (margem intensiva), ou por via da criação e destruição de relações (margem extensiva). Assim, importa compreender em que medida a contração dos empréstimos concedidos a empresas nos últimos anos se deve a cada uma destas duas margens, dadas as implicações diferenciadas em termos de acesso a financiamento e de ajustamento do grau de endividamento das empresas portuguesas.

Nesta análise considera-se a informação disponível na Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal (CRC)¹³ entre 2006 e 2016. Analisam-se 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 CRC desse ano¹⁴. A entrada de uma empresa é identificada pelo primeiro ano de reporte à CRC ou pelo ano em que reaparece após ter saído.

O Gráfico C.4.1 apresenta a variação dos empréstimos totais concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras e os contributos da margem intensiva e da margem extensiva para essa variação. A margem extensiva é calculada como a diferença entre os saldos de empréstimos das empresas que entram e os saldos daquelas que saem do mercado de crédito. Ao longo do período em análise a taxa de variação homóloga dos empréstimos totais é sobretudo determinada pela evolução da margem intensiva. Por sua vez, a margem extensiva, embora com

Gráfico C.4.1 • Empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras | Taxa de variação homóloga e contributos da margem intensiva e margem extensiva, 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 ao nível da empresa.

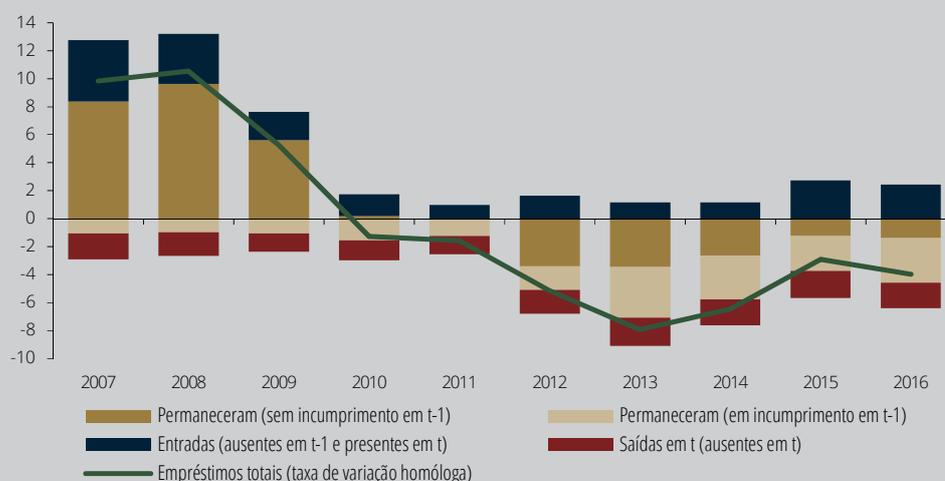
um peso diminuto, apresentou em 2015 e 2016 contribuições positivas, invertendo a tendência dos anos de 2011 a 2014.

O Gráfico C.4.2 apresenta separadamente os contributos das entradas e das saídas das empresas para a variação dos empréstimos. Adicionalmente, no caso das empresas que permaneceram, estão separados os contributos das empresas que se encontravam em incumprimento e das que não tinham incumprimento no período anterior. A contribuição das empresas que saíram é relativamente constante ao longo do período em análise. Por seu turno, a contribuição das empresas que entraram, empresas essas tipicamente mais jovens, diminuiu consideravelmente entre 2010 e 2014, apresentando sinais de recuperação nos anos de 2015 e 2016. Relativamente às empresas que permaneceram, a contribuição das empresas sem incumprimento é negativa apenas a partir de 2012 e, com a exceção desse mesmo ano, numa magnitude menor do que as empresas em incumprimento.

A evolução dos empréstimos concedidos às empresas tem-se caracterizado por alguma heterogeneidade de acordo com o setor de atividade e a classe de dimensão das empresas. Para avaliar em que medida esta caracterização se estende às duas margens analisadas, os Gráficos C.4.3 e C.4.4 apresentam respetivamente os contributos da margem intensiva e da margem extensiva para o crescimento dos empréstimos desagregados por setor de atividade e dimensão das empresas.

Desde 2010 que os setores da construção e atividades imobiliárias se destacam pelo seu maior contributo para a redução dos empréstimos das empresas que permaneceram no mercado de crédito (Gráfico C.4.3). Por dimensão da empresa, a redução dos empréstimos decorrente da evolução na margem intensiva está concentrada nas empresas de menor dimensão. Em termos cumulativos, entre 2009 e 2016, as microempresas contribuíram para cerca de 44% desta diminuição, seguidas pelas pequenas empresas com um contributo de 31%.

Gráfico C.4.2 • Empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras por dinâmica da presença no mercado de empréstimos
| Taxa de variação homóloga e contributos, em percentagem e em pontos percentuais



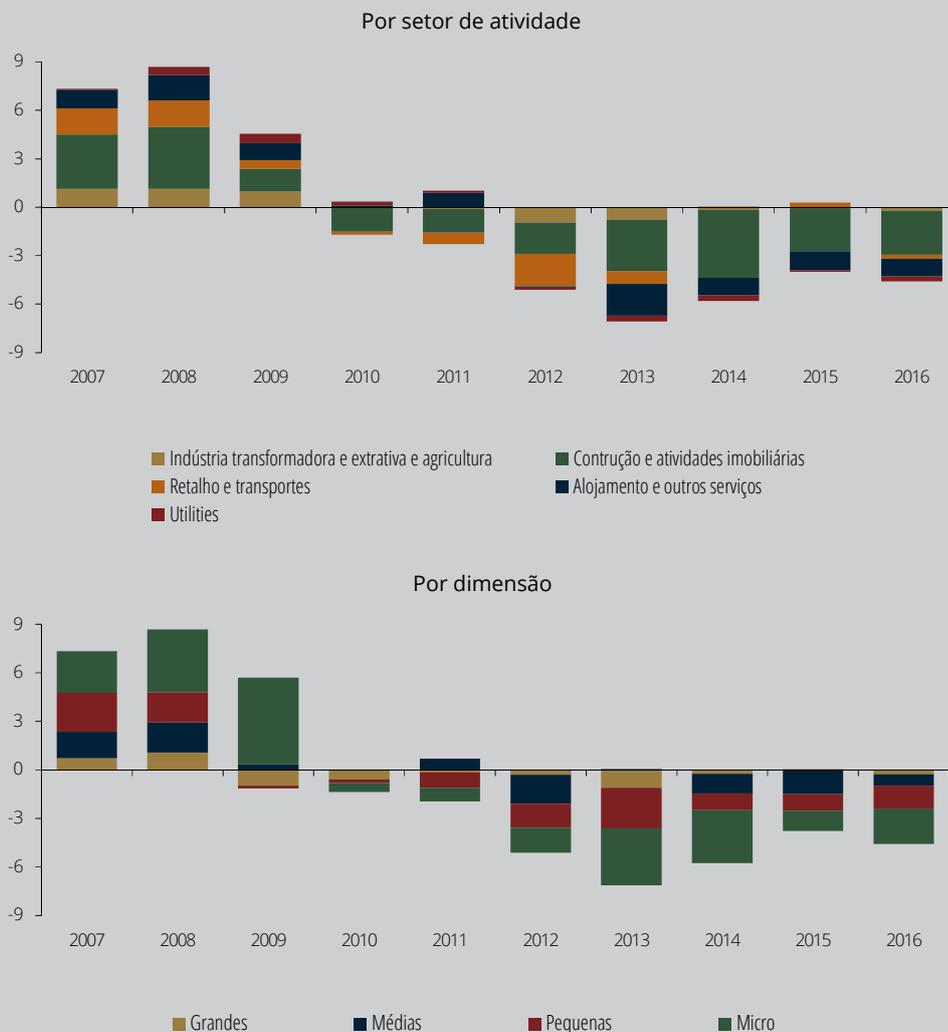
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: As taxas de variação homólogas são calculadas com base na média dos saldos mensais ao nível da empresa.

O Gráfico C.4.4 apresenta os contributos da margem extensiva por setor de atividade e dimensão das empresas e permite, em certa medida, avaliar a reafecção dos empréstimos concedidos às sociedades não financeiras por instituições de crédito residentes. Entre 2011 e 2014, o contributo da margem extensiva apresentou valores negativos, recuperando em 2015 e 2016 para valores positivos. A decomposição por setor de atividade permite destacar o contributo negativo da construção e atividades imobiliárias desde 2010, bem como a recuperação das empresas no setor de alojamento e outros serviços nos dois últimos anos em análise. Por dimensão, as microempresas foram aquelas que apresentaram uma maior queda em 2013 e 2014. Contudo, juntamente com as pequenas empresas, foram as que mais contribuíram para a recuperação de 2015 e 2016.

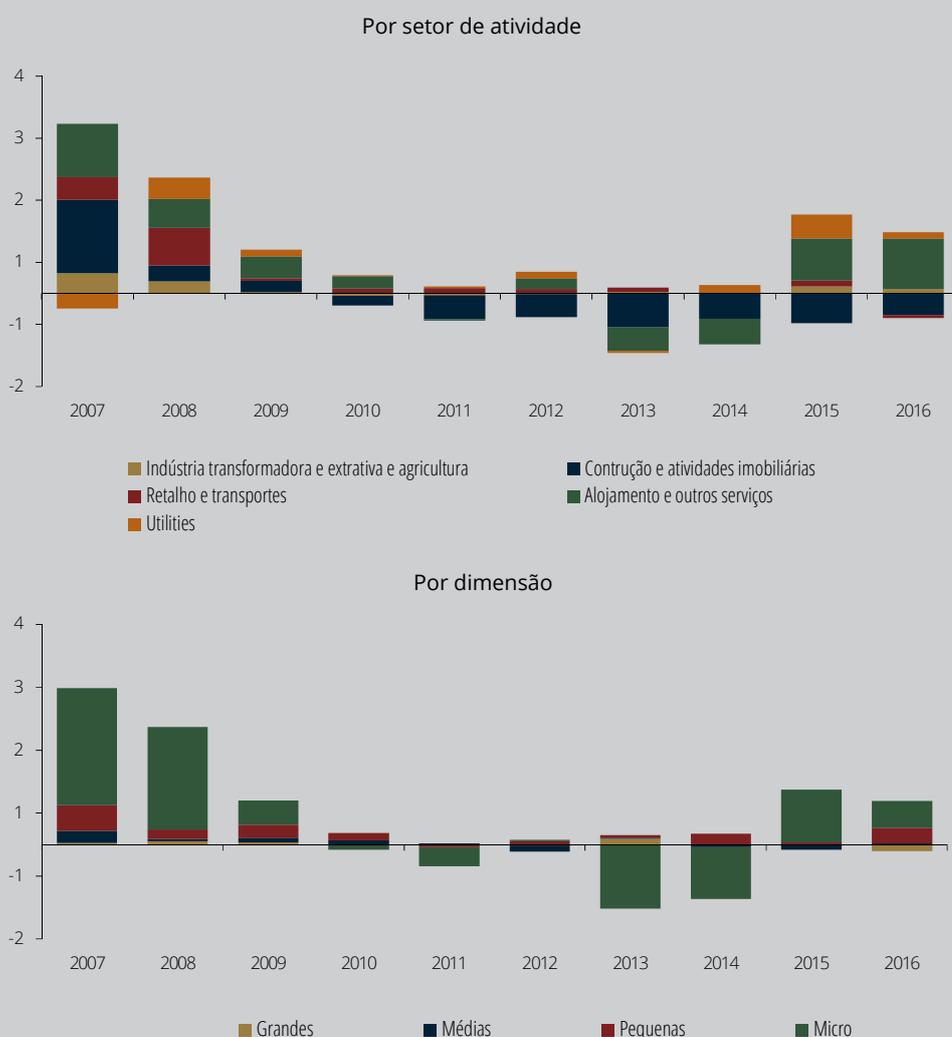
Em suma, a redução registada desde 2010 pelo total de empréstimos concedidos pelas instituições financeiras residentes às empresas decorreu essencialmente do comportamento dos empréstimos

Gráfico C.4.3 • Empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras na margem intensiva | Contributos para a taxa de variação homóloga das empresas, em pontos percentuais



concedidos a empresas que permaneceram no mercado, sendo de destacar o contributo negativo dos empréstimos a empresas com situações de incumprimento. Paralelamente, em 2015 e 2016 o contributo para o aumento dos empréstimos por parte das empresas que começaram novas relações de crédito com instituições financeiras residentes aumentou significativamente, sendo maior do que o contributo negativo (em valor absoluto) por parte das empresas que saíram deste mercado. Esta evolução sugere assim que o processo de desalavancagem das empresas estará a contribuir para a redução continuada dos saldos de empréstimos junto das instituições residentes e que estará a ocorrer uma renovação maior do que nos anos da crise económica e financeira do conjunto de empresas com empréstimos junto do setor financeiro residente.

Gráfico C.4.4 • Empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras na margem extensiva | Contributos para a taxa de variação homóloga das empresas, em pontos percentuais



4. Política e situação orçamental

O procedimento por défice excessivo foi encerrado em junho deste ano

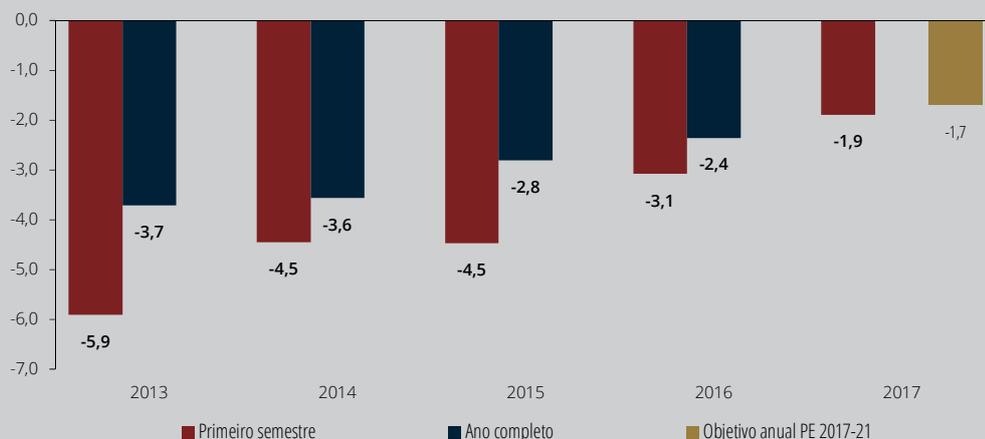
Em junho de 2017, o Conselho da União Europeia decidiu, por recomendação da Comissão Europeia, o encerramento do procedimento por défice excessivo a que Portugal se encontra sujeito desde 2009. Na sequência desta decisão, a situação orçamental portuguesa passará a ser analisada de acordo com as regras referentes ao braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento¹⁵. De notar que o cumprimento destas regras continua a ser exigente, particularmente para países com um rácio da dívida consideravelmente acima de 60% do PIB, implicando rigor na gestão orçamental.

O défice orçamental no primeiro semestre situou-se significativamente abaixo do registado no mesmo período do ano anterior

O défice orçamental no primeiro semestre de 2017 situou-se em 1,9% do PIB¹⁶, menos 1,2 pp do que o registado no mesmo período do ano passado. Esta redução resultou da evolução da despesa primária e dos juros (-1,4 e -0,3 pp do PIB, respetivamente), que no seu conjunto mais do que compensaram o impacto no défice da diminuição da receita em rácio do PIB (0,6 pp). Importa referir que subsiste o risco de revisão em alta do défice orçamental do primeiro trimestre de 2017 dada a incerteza relativamente ao tratamento estatístico da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos (CGD) realizada pelo Estado (no montante de aproximadamente 2,1% do PIB anual)¹⁷.

No âmbito da segunda notificação do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE), o Ministério das Finanças manteve inalterado o objetivo para o défice orçamental deste ano em 1,5% do PIB. Excluindo medidas temporárias¹⁸, este objetivo corresponde a uma redução de 0,7 pp face a 2016, de 2,4% para 1,7%. Assim, embora o saldo orçamental registado no primeiro semestre seja superior ao objetivo excluindo medidas temporárias, a redução observada em termos homólogos

Gráfico 4.1 •
Saldo orçamental das administrações públicas, corrigido de fatores pontuais | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O saldo corrigido exclui os seguintes fatores pontuais: em 2013, aumento de capital no Banif e efeito do perdão fiscal; em 2014, registo do *stock* de dívida das empresas STCP e Carris e das perdas do BPN Crédito, aumento de capital no banco Efisa e no Novo Banco; em 2015, aumento de capital no banco Efisa e nas empresas Carris e STCP e conversão em aumento de capital de suprimentos atribuídos pela Wolfpart à Caixa Imobiliário; em 2016, venda de F-16, efeito temporário do PERES e devolução da prepaid margin; em 2017, recuperação da garantia concedida ao BPP.

foi mais significativa do que a prevista para o ano completo. Note-se que, tipicamente, o saldo orçamental apresenta uma melhoria significativa na segunda metade do ano em termos de perfil sazonal (Gráfico 4.1).

Em 2017 existem vários fatores que distorcem a comparação entre o saldo observado no primeiro semestre e o saldo anual face ao padrão verificado em anteriores, tais como o diferente perfil de pagamento das despesas com vencimentos e pensões, a antecipação de reembolsos do IRS e a implementação faseada de medidas de política ao longo de 2016 e 2017¹⁹. Uma análise detalhada do comportamento das diferentes rubricas orçamentais, tendo em consideração estes efeitos, permite concluir que o cumprimento do objetivo estipulado para o défice orçamental é claramente alcançável. No entanto, é de salientar que, dado o enquadramento macroeconómico particularmente favorável, o cumprimento deste objetivo não deverá garantir o ajustamento estrutural requerido pelas regras orçamentais europeias atualmente em vigor²⁰.

A receita fiscal e contributiva beneficiou do dinamismo da atividade económica apesar de afetada por efeitos transitórios

A receita total aumentou 2,2% no primeiro semestre do ano, impulsionada particularmente pela evolução da receita de impostos indiretos e contribuições sociais, num contexto de aceleração das respetivas bases macroeconómicas. Com efeito, a coleta dos impostos sobre a produção e importação aumentou 5,5%, com destaque para a receita de IVA, que cresceu 4,2% apesar da redução da taxa de IVA aplicável a alguns serviços de restauração, em julho de 2016. As contribuições sociais apresentaram uma evolução semelhante (+5,1%), sendo expectável que a receita nestas duas componentes ultrapasse o valor considerado no PE 2017-21 (Quadro 4.1).

Quadro 4.1 • Execução orçamental das administrações públicas no primeiro semestre em contabilidade nacional | Em percentagem do PIB

	Primeiro semestre 2016	Primeiro semestre 2017	t.v.h. (%)	Por memória: previsão oficial ^(a)	
				2017	t.v.h. (%) ^(b)
Receitas totais	40,5	39,9	2,2	43,3	3,7
Receita corrente	40,2	39,6	2,0	42,6	3,1
Receita fiscal e contributiva	34,5	33,9	1,9	36,7	2,9
Impostos sobre o rendimento e património	8,7	7,7	-8,4	10,1	1,0
Impostos sobre a produção e a importação	14,4	14,6	5,5	14,8	3,5
Contribuições sociais	11,5	11,6	5,1	11,8	3,9
Outras receitas correntes	5,7	5,7	3,0	6,0	4,5
Receitas de capital	0,3	0,4	36,4	0,7	58,5
Despesas totais	43,6	41,8	-0,5	44,8	2,6
Despesa corrente	42,0	40,3	-0,5	42,4	1,3
Prestações sociais	18,1	17,2	-1,3	18,7	1,4
Despesas com pessoal	11,7	11,3	0,7	11,1	1,4
Consumo intermédio	5,2	5,1	1,1	5,6	2,5
Subsídios	0,4	0,4	-6,1	0,5	7,6
Juros	4,1	3,8	-4,1	4,2	2,2
Outra despesa corrente	2,4	2,4	2,7	2,3	-5,2
Despesas de capital	1,6	1,6	1,1	2,4	30,4
Formação bruta de capital fixo	1,3	1,3	1,2	2,0	39,4
Outras despesas de capital	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1
Saldo total	-3,1	-1,9	-	-1,5	-
<i>Por memória:</i>					
<i>Despesa corrente primária</i>	37,9	36,5	-0,2	38,2	1,2

Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Notas: (a) Estimativa oficial subjacente ao PE 2017-21 (b) Estas taxas resultam dos valores considerados no PE 2017-21 para o ano de 2017 e da conta de 2016 atualizada pelo INE na 2.ª notificação do PDE de 2017.

Pelo contrário, a receita dos impostos sobre o rendimento e património apresentou uma redução acentuada no primeiro semestre (-8,4%) que esteve essencialmente associada ao diferente perfil de pagamento dos reembolsos de IRS. Excluindo este efeito, a receita destes impostos teria apresentado um aumento de 5,6%, beneficiando do crescimento muito significativo da receita de IRC (+19,2%). Note-se que a estimativa oficial após corrigido o efeito do Programa Especial de Redução do Endividamento ao Estado (PERES) aponta para um crescimento destes impostos de 2,9%. Deste modo, mesmo considerando que a eliminação gradual da sobretaxa terá um efeito mais significativo na segunda metade do ano, a estimativa do PE 2017-21 para o total de impostos sobre o rendimento e património revela-se claramente atingível, como confirmado pelos resultados da execução em contabilidade pública até agosto.

No primeiro semestre, a outra receita corrente cresceu 3%, impulsionada pela evolução das vendas (+2,3%) e dos dividendos (+47,1%), enquanto os juros recebidos pelas administrações públicas mantiveram a tendência de redução (-35,9%). No que respeita à receita de capital, que representa menos de 1% da receita total, o crescimento observado (+36,4%) decorreu sobretudo da recuperação de uma parte da garantia concedida pelo Estado e executada aquando da resolução do Banco Privado Português (BPP).

A despesa corrente primária, corrigida das alterações no perfil intra-anual em 2017, aumentou acima do previsto para o conjunto do ano

A análise da evolução da despesa corrente primária no primeiro semestre de 2017 deve ter em consideração a alteração do perfil de pagamento de salários e pensões²¹ que, sendo neutra em termos anuais, tem um impacto negativo de cerca de 3,6 pp na taxa de crescimento de cada uma destas rubricas no primeiro semestre. Corrigido deste efeito, a despesa corrente primária teria

um crescimento de cerca de 2,1% no primeiro semestre, claramente acima do previsto para o ano como um todo (+1,2%). Em contrapartida, a reposição gradual dos vencimentos ao longo de 2016 deverá contribuir para um menor crescimento da despesa na segunda metade do ano, fator que será apenas parcialmente compensado pela evolução das pensões, cuja taxa de crescimento tenderá a acelerar por via do aumento extraordinário ocorrido em agosto deste ano.

A despesa com pessoal corrigida do diferente perfil de pagamento do subsídio de Natal cresceu cerca de 4,2% no primeiro semestre. Parte desta evolução decorre do efeito volume, dado que o número de funcionários públicos aumentou 1,1%, mas a parte mais significativa resulta do aumento do salário médio, nomeadamente por via do efeito base associado à reposição gradual dos salários ao longo de 2016. Mesmo tendo em conta a desaceleração da taxa de crescimento desta rubrica ao longo de 2017 por via da atenuação deste efeito, a despesa com pessoal deverá vir a situar-se acima do orçamentado.

No que respeita às prestações sociais, no primeiro semestre a taxa de variação corrigida da alteração no perfil de pagamento das pensões foi de aproximadamente 1,5%, próxima da projeção oficial para o conjunto do ano (+1,4%). As prestações sociais em dinheiro corrigidas aumentaram cerca de 0,8%, com destaque para a redução acentuada na despesa com subsídios de desemprego (-12,7%), num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho. As prestações sociais em espécie, por seu turno, apresentaram um crescimento significativo (+4,6%).

O consumo intermédio cresceu 1,1% no primeiro semestre, aquém da previsão oficial para o conjunto do ano (+2,5%). De notar, porém, que a maior incidência de cativações em rubricas associadas à aquisição de bens e serviços²² face a outras componentes da despesa aumenta a incerteza relativamente à evolução do consumo intermédio até ao final do ano. Pelo contrário, a outra despesa corrente cresceu acima

do previsto (+2,7% que compara com -5.2%), mas apresenta tipicamente uma evolução intra-anual muito volátil.

No que respeita às despesas de capital, importa destacar que se verificou um aumento de apenas 1,2% do investimento, que contrasta claramente com o crescimento muito significativo considerado no PE 2017-21 (+39,4%²³).

A despesa com juros diminuiu no primeiro semestre num contexto favorável no mercado de dívida soberana

A despesa com juros diminuiu 4,1% no primeiro semestre, o que contrasta com o aumento de 2,2% implícito na estimativa oficial. Neste contexto, e tal como em anos anteriores, é provável que no conjunto do ano se materializem poupanças na despesa em juros face ao orçamentado. As taxas de juro na colocação de títulos do tesouro no mercado ao longo do primeiro semestre de 2017 apresentaram uma tendência decrescente, que se manteve no 3.º trimestre de 2017, beneficiando do comportamento bastante favorável do mercado de dívida soberana a partir de abril deste ano (Gráficos 4.2 e 4.3),

como referido no capítulo 3. Também a contribuir para a redução da despesa com juros tem estado a estratégia de reembolso antecipado do empréstimo do Fundo Monetário Internacional, que foi mantida este ano tendo sido efetuados pagamentos em fevereiro, julho e agosto num montante total de 5 mil milhões de €. Deste modo, o montante de dívida ao FMI ao qual se aplica uma taxa de juro mais elevada diminuiu para cerca de 5,6 mil milhões de € que, segundo o IGCP, serão amortizados até 2019.

O aumento do rácio da dívida pública verificado no primeiro semestre deverá ser revertido na segunda metade do ano

No final do primeiro semestre de 2017, o rácio da dívida pública no PIB situou-se em 132,1%, o que compara com 130,2% no final de 2016. Porém, excluindo os depósitos da administração central o aumento do rácio da dívida neste período foi bastante mais moderado (+0,7 pp)²⁴. Enquanto o excedente primário e o diferencial positivo entre o crescimento nominal do PIB e a taxa média de juro da dívida contribuíram para uma redução do rácio da dívida em 1,4 pp, os

Gráfico 4.2 • Taxas de juro nos leilões de bilhetes do tesouro | Em percentagem

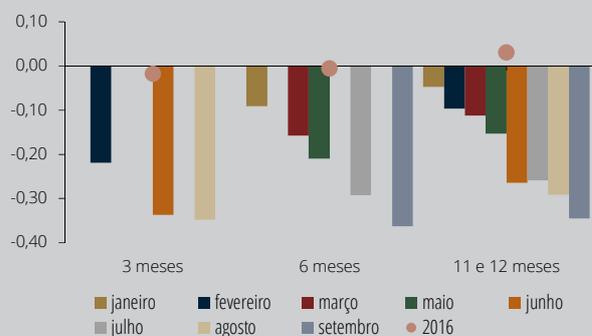


Gráfico 4.3 • Taxas de juro nos leilões de obrigações do tesouro | Em percentagem



Fonte: IGCP.

Nota: Não foi incluída no gráfico 4.3 informação relativa à taxa de colocação das obrigações do tesouro com maturidade superior a 10 anos.

ajustamentos défice-dívida, excluindo o efeito da variação de depósitos, aumentaram a dívida em percentagem do PIB em 2,1 pp. Entre estes são de destacar o impacto do aumento de capital do Estado na CGD, no âmbito do processo de recapitalização (+1,3 pp), assim como a diferença entre juros pagos e juros corridos (+0,5 pp). Apesar do aumento verificado

no rácio da dívida no primeiro semestre, uma análise das perspetivas de evolução das necessidades e fontes de financiamento do Estado, realizada na Caixa 5 do presente Boletim, permite concluir que estão reunidas as condições para uma redução do rácio da dívida em 2017, tal como antecipado na recente notificação do PDE (-2,7 pp)²⁵.

Caixa 5 | Evolução recente da dívida pública e estratégia de financiamento

A materialização de uma trajetória descendente do rácio da dívida no médio prazo é crucial para limitar a vulnerabilidade das finanças públicas a choques adversos no futuro. Esta dinâmica é também essencial para o cumprimento da regra da dívida a que os Estados-Membros se comprometeram no quadro do Pacto de Estabilidade e Crescimento²⁶. As últimas previsões oficiais disponíveis, incluídas na recente notificação do PDE, projetam um rácio da dívida no final de 2017 de 127,7%, o que compara com 130,2% no final de 2016. No entanto, no final do primeiro semestre, o rácio da dívida pública situava-se em cerca de 132,1%. Tendo em consideração a estimativa de PIB nominal incluída na notificação do PDE, a dívida pública no final de 2017 deverá ascender a 244,1 mil milhões de €, 5,0 mil milhões de € inferior ao observado no final do primeiro semestre. O cumprimento da meta oficial assume, portanto, a inversão da tendência de aumento do *stock* da dívida que se verificou no primeiro semestre de 2017 (Gráfico C.5.1).

Dada a relevância da evolução da dívida pública, uma interpretação adequada da informação disponibilizada numa base infra-anual é particularmente importante. Esta caixa procura analisar a evolução do rácio da dívida no primeiro semestre de 2017 tendo em consideração a estratégia de financiamento da República Portuguesa, de modo a identificar as flutuações temporárias deste *stock* e realçar as suas determinantes estruturais. Nesta perspetiva, são particularmente relevantes, por um lado, a evolução dos depósitos da administração central e, por outro lado, o perfil semestral das principais necessidades de financiamento do Estado.

Relativamente à evolução dos depósitos, importa sublinhar que a concretização da desaccumulação de depósitos perspetivada até ao final deste ano²⁷ poderá ter um contributo significativo para a redução da dívida no segundo semestre, em contraste com o aumento do *stock* de depósitos da administração central observado no primeiro semestre (+2,5 mil milhões de €). Para compreender esta evolução, note-se em primeiro lugar que a acumulação de depósitos realizada em 2016, com o intuito de pré-financiar a recapitalização da CGD, não foi revertida no primeiro semestre de 2017. Adicionalmente, em condições normais de mercado, tem existido uma coincidência entre os períodos do ano em que são realizadas amortizações significativas de dívida de médio longo prazo e a redução do *stock* de depósitos (Gráfico C.5.2), o que resulta da estratégia de pré-financiamento destas amortizações²⁸. Nesse sentido, a amortização da Obrigação do Tesouro (OT) 4,35% 16 Out 2017, com um saldo vivo de 6,1 mil milhões de €, poderá justificar uma redução significativa do montante de depósitos na segunda metade do ano. De facto, segundo a estratégia de financiamento do IGCP disponibilizada na apresentação a investidores de 8 de setembro, a amortização de títulos de médio e longo prazo está concentrada no segundo semestre, aquando do vencimento da referida OT, tendo as amortizações antecipadas ao FMI sido distribuídas de modo equivalente pelos dois semestres e não estando previstas amortizações adicionais até ao final de 2017.

Quanto ao perfil intra-anual das necessidades de financiamento prevê-se, em primeiro lugar, que o défice orçamental do Estado em contabilidade pública esteja claramente mais concentrado no primeiro semestre. Adicionalmente, uma parte significativa das outras aquisições de ativos financeiros previstas terá igualmente ocorrido no primeiro semestre, tendo em consideração a injeção de capital na CGD acima referida e, em sentido contrário, o reembolso de instrumentos de capital convertível (CoCos) por parte de uma instituição bancária. Em termos de emissões de títulos de médio e longo prazo, o total de OT e OTRV emitidas entre janeiro e junho foi de 10,8 mil milhões de €, o que compara com uma previsão de apenas 6,4 mil milhões de € no segundo semestre (Quadro C.5.1).

A incerteza nas previsões para a evolução da dívida pública é sempre bastante elevada. No entanto, a conjugação dos elementos acima descritos sugere que a redução da dívida implícita na estimativa oficial para este ano parece exequível. A materialização de um crescimento mais robusto do PIB, tal como perspetivado no presente Boletim, poderia mesmo permitir uma redução do rácio da dívida superior ao previsto.

Quadro C.5.1 • Principais necessidades e fontes de financiamento do Estado em 2017

| Em mil milhões de €

	1S 2017	2S 2017 (P)	2017 (P)
Principais necessidades de financiamento:			
Défice orçamental do Estado em contabilidade pública	5,1	1,5	6,6
Outras aquisições líquidas de ativos financeiros	-	-	5,6
Amortização de títulos de médio longo prazo:			
Amortização de OT e MTN	1,6	6,1	7,7
Amortização de empréstimos ao FMI	2,7	2,6	5,3
Principais fontes de financiamento:			
Emissões de títulos de médio longo prazo:			
Emissão de OT, MTN e OTRV	10,8	6,4	17,2
Certificados de Aforro e Tesouro (emissão líquida)	1,4	1,1	2,5
Utilização de depósitos	-	-	2,8

Fontes: DGO e IGCP.

Notas: Com base na apresentação a investidores do IGCP de 8 de setembro de 2017. O total de necessidades de financiamento apresentado não corresponde ao total de emissões, na medida em que não são incluídas variações de outros fluxos, nomeadamente de títulos de curto prazo.

Gráfico C.5.1 • Evolução do stock de dívida pública e valor implícito na estimativa oficial | Em mil milhões de €

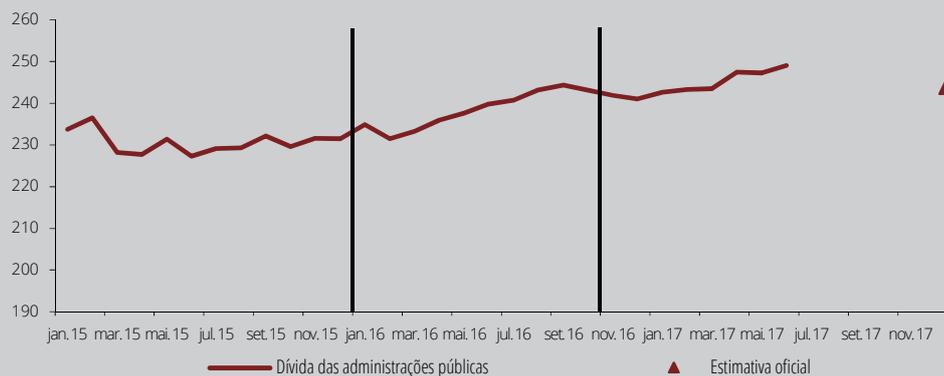
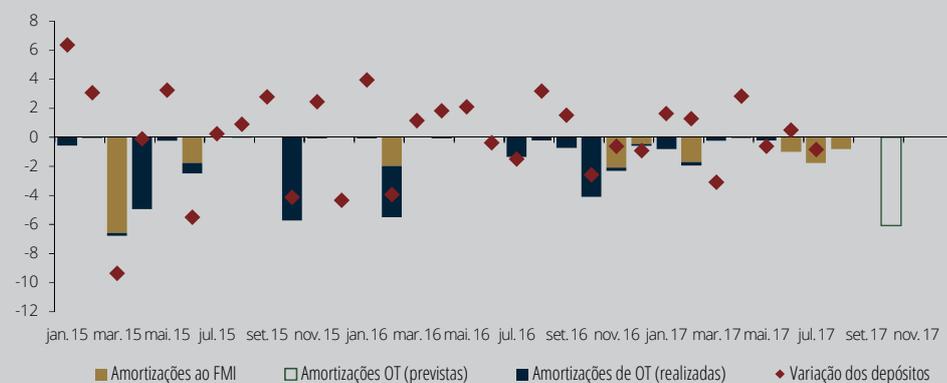


Gráfico C.5.2 • Variação dos depósitos da administração central e amortização de dívida de médio e longo prazo | Em mil milhões de €



5. Oferta

Aceleração da atividade no primeiro semestre de 2017

No primeiro semestre de 2017, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) a preços de base aumentou 2,3% em termos reais face ao período homólogo, após um crescimento de 0,8% registado no ano de 2016. 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 (Gráfico 5.1). Não obstante, o nível do VAB encontra-se ainda cerca de 2,0% abaixo do valor registado em 2008.

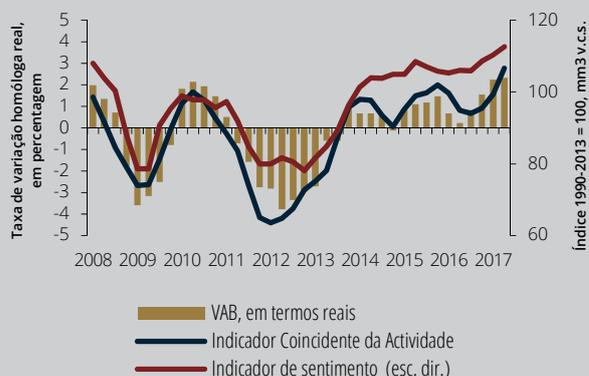
O VAB do setor dos serviços aumentou 1,7% em termos homólogos no primeiro semestre de 2017, após uma subida de 1,1% em 2016. A atividade neste setor manteve a trajetória de crescimento iniciada em 2014, refletindo essencialmente o aumento de 3,6% da atividade nos subsectores de comércio e reparação de veículos e alojamento e restauração e de 3,2% nos subsectores de transportes e armazenagem e atividades de informação e comunicação (Gráfico 5.2). A evolução positiva destes setores traduz a conjugação de uma evolução favorável das exportações de turismo com o dinamismo da procura interna.

Na indústria transformadora registou-se um aumento de 5% em termos homólogos no primeiro semestre de 2017, em contraste com o aumento moderado de 0,7% registado em 2016. Este perfil foi, de modo geral, coerente com a evolução positiva do indicador de confiança na indústria (Gráfico 5.3).

No primeiro semestre de 2017, a atividade no setor da construção registou um aumento de 7,5% em termos homólogos, após uma redução de 1,9% verificada em 2016. A tendência observada na primeira metade de 2017 reflete em parte a evolução do número de concursos de obras públicas e licenças de construção aprovadas (Gráfico 5.4). O número de concursos de obras públicas registou um aumento de 76%, em termos homólogos, no primeiro semestre de 2017, após um aumento de cerca de 29% em 2016. O número total de licenças concedidas cresceu cerca de 17%, em termos homólogos, no primeiro semestre de 2017, e cerca de 12% em 2016. Contudo, apesar desta evolução favorável, o VAB na construção representava no final do primeiro semestre de 2017 cerca de 60% do valor registado em 2008.

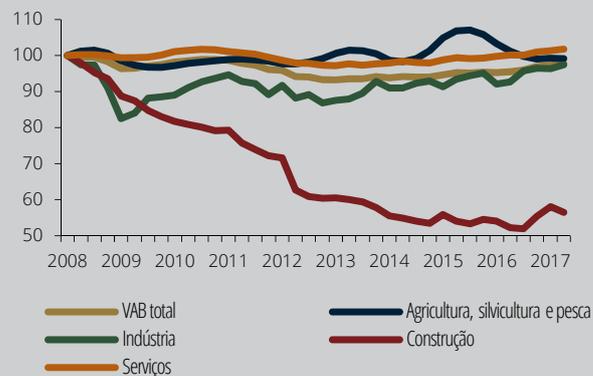
O VAB do setor da agricultura, silvicultura e pescas manteve a dinâmica negativa registada em

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



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

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



Fonte: INE.

2016. No primeiro semestre de 2017, o VAB nestas atividades registou uma redução de 3%, após uma redução de 5% em 2016. Apesar da sua importância este setor tem um peso reduzido no total do VAB, de cerca de 2,1%.

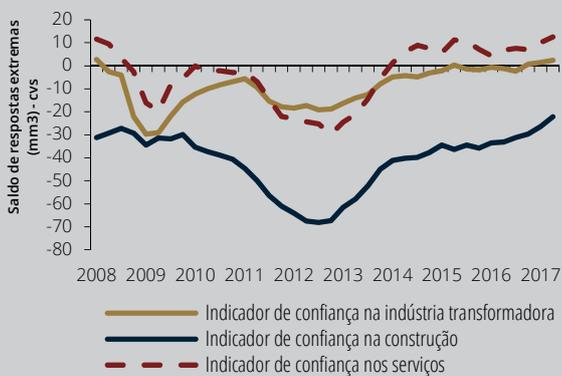
A evolução positiva registada em todos os setores de atividade, exceto o setor agrícola, sugere uma recuperação transversal da economia portuguesa. Isto é confirmado pelo baixo nível de dispersão setorial observado nos dois primeiros

trimestres de 2017, mantendo um nível de dispersão semelhante ao verificado desde 2015 e próximo do observado no período anterior à crise financeira internacional (Gráfico 5.5).

Diminuição da população e aumento da população ativa

A tendência de diminuição da população residente observada desde 2011 manteve-se no

Gráfico 5.3 • Indicadores de confiança | Saldo de respostas extremas (média trimestral)



Fonte: Comissão Europeia.

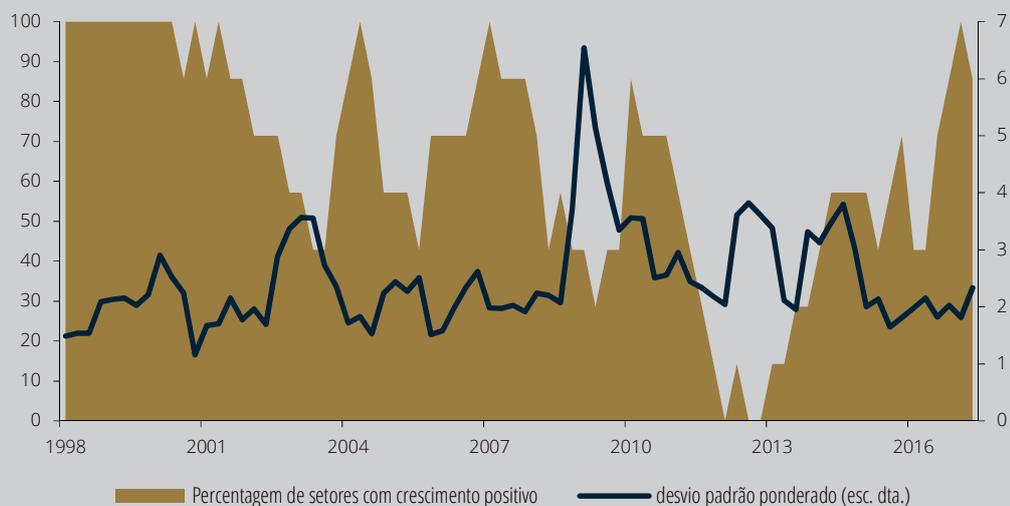
Nota: Valores corrigidos de sazonalidade.

Gráfico 5.4 • Número de concursos de obras públicas e de licenças de construção



Fontes: AECOPS e INE.

Gráfico 5.5 • Dispersão setorial do crescimento económico



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Nota: O desvio padrão é calculado com base nos sete setores principais do VAB excluindo o setor da agricultura.

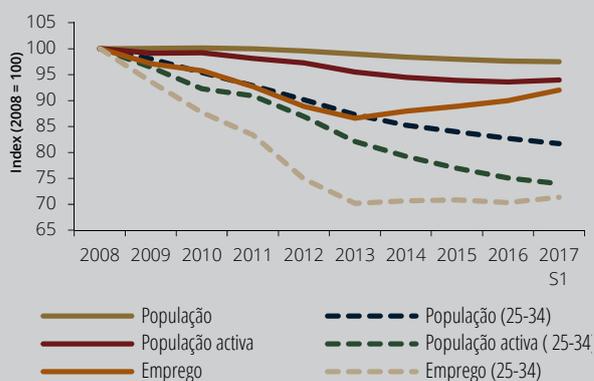
primeiro semestre de 2017 (redução de 0,2% em termos homólogos) (Gráfico 5.6). A população residente diminuiu em todos os grupos etários até aos 44 anos: dos 15 aos 24 anos decresceu 0,6%, dos 25 aos 34 anos decresceu 2,7% e dos 35 aos 44 anos decresceu 1,5%. Em contraste, a população residente registou um aumento de 0,4% dos 45 aos 54 anos e de 1% dos 55 aos 64 anos. A população ativa cresceu 0,9% em termos homólogos, após seis anos consecutivos de queda. O aumento da população ativa resulta do aumento em termos homólogos da população ativa nos escalões dos 15 aos 24 anos (0,15%), dos 45 aos 54 anos (1,2%) e dos 55 aos 64 anos (5,9%). Estes três escalões correspondem a cerca de 48% da população ativa. Nos escalões etários dos 25 aos 34 anos e dos 35 aos 44 anos a população ativa diminuiu em termos homólogos 2,6% e 0,9%, respetivamente (Gráfico 5.7). Em termos acumulados desde 2008, verificou-se uma queda substancial da população e da população ativa (Gráfico 5.6). Ao longo deste período, a população residente e a população ativa diminuíram em cerca de 267 e 332 mil indivíduos, respetivamente. A diminuição da taxa de atividade ao longo deste período foi um fator que contribuiu negativamente para a evolução do VAB *per capita* em Portugal, o que contrasta com o registado no primeiro semestre de 2017.

Além de fatores relacionados com a demografia interna, esta evolução não pode ser dissociada da dinâmica recente dos fluxos migratórios. De acordo com as estatísticas do INE, a redução da população residente resultou também do saldo migratório negativo, que em 2016 foi superior a 8 mil indivíduos. Este saldo migratório assumiu contudo, uma magnitude menos pronunciada do que a verificada nos últimos anos, em particular entre 2011 e 2014, período durante o qual alcançou um valor médio da ordem dos 32 mil indivíduos. A dinâmica observada em 2016 refletiu por um lado uma modesta redução do fluxo de emigrantes permanentes face aos anos anteriores (para cerca de 38 mil indivíduos) e por outro um fluxo de imigrantes permanentes semelhante ao registado em 2015 de cerca de 30 mil indivíduos (Gráfico 5.8). Note-se que apesar da redução do fluxo de emigrantes permanentes, este situa-se num nível cerca de cinco vezes superior ao observado em 2007.

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

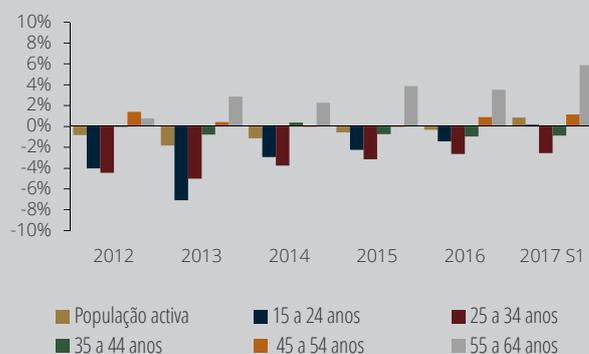
O emprego total aumentou 3,3% na primeira metade de 2017, após um aumento de 1,2% em 2016 (Quadro 5.1).

Gráfico 5.6 • População, população ativa, emprego total e grupo etário (25-34 anos) | Índice 2008 = 100



Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

Gráfico 5.7 • População ativa por escalões etários



Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

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

	Milhares de indivíduos em 2016	Anos			Semestres		
		2014	2015	2016	S1 2016	S2 2016	S1 2017
População	10 306	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
População 25-34 anos	1 180	-3,6	-2,8	-2,5	-2,7	-2,4	-2,7
População ativa	5 178	-1,1	-0,6	-0,3	-0,7	0,1	0,9
População ativa 25-34 anos	1 055	-3,8	-3,1	-2,7	-2,9	-2,4	-2,6
Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)		73,2	73,4	73,7	73,4	74,0	74,2
Emprego total	4 605	1,6	1,1	1,2	0,6	1,8	3,3
Emprego por conta de outrem	3 787	4,4	2,8	2,0	1,7	2,4	4,0
Emprego por conta própria	789	-8,3	-5,7	-3,2	-5,0	-1,3	1,4
Desemprego total	573	-15,1	-11,0	-11,4	-10,0	-12,8	-17,9
Taxa de desemprego (em % da população ativa)		13,9	12,4	11,1	11,6	10,5	9,5
Taxa de desemprego 25-34 anos (em % da população ativa)		15,5	13,1	12,5	13,4	11,6	10,5
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total)		66,0	63,9	62,5	62,0	63,1	59,5
Inativos desencorajados (em % da população ativa)		5,1	4,8	4,4	4,3	4,5	

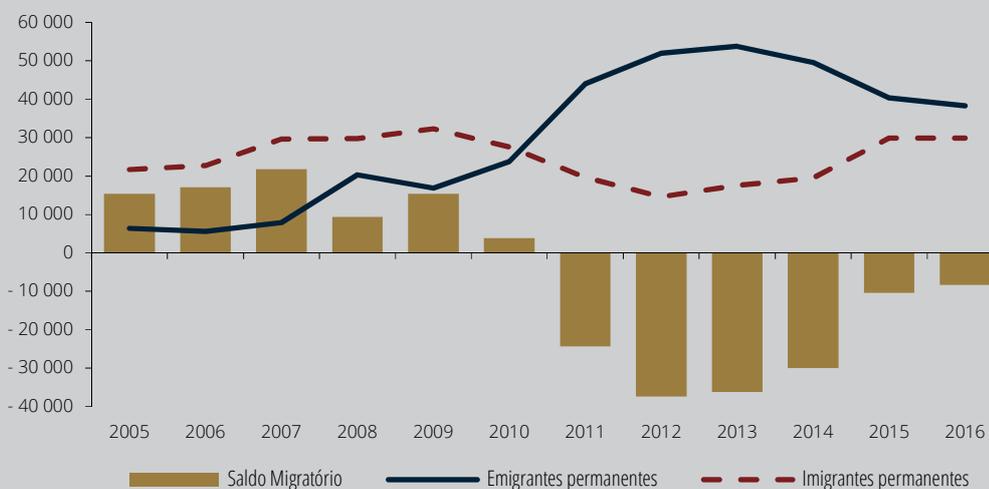
Fonte: INE

Notas: 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.

Esta evolução reflete o crescimento do emprego por conta de outrem (3,9%) e por conta própria (1,4%). Apesar da tendência crescente do emprego, os seus níveis mantêm-se particularmente baixos (próximos dos níveis de emprego de 1998), na sequência da queda sem precedente observada entre 2008 e 2013 que, segundo as Contas

Nacionais Trimestrais, correspondeu a cerca de 630 mil indivíduos (Gráfico 5.8). 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 1,1% em termos homólogos no primeiro semestre de 2017.

Gráfico 5.8 • Saldo migratório, emigrantes e imigrantes permanentes



Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

Na primeira metade de 2017 o emprego no segmento de nível de educação superior ou secundário aumentou em termos homólogos 4,1% e 6,2%, respetivamente, enquanto o emprego no segmento de ensino básico se manteve aproximadamente estável (Gráfico 5.9).

O emprego nos vários escalões etários manteve a tendência de crescimento dos últimos anos. As maiores taxas de crescimento no primeiro semestre de 2017 registaram-se nos escalões dos 15 aos 24 anos e dos 55 aos 64 anos (Gráfico 5.10).

Em linha com o observado no atual processo de recuperação da economia portuguesa, a produtividade por trabalhador voltou a registar uma queda no primeiro semestre de 2017. Esta queda conjuga um contributo negativo da evolução da produtividade dentro de cada setor de atividade com um contributo ligeiramente positivo da reafecção de trabalhadores entre setores (Caixa 6).

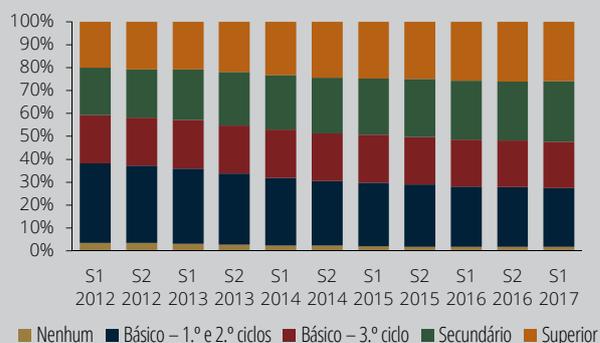
Melhoria das condições do mercado de trabalho num contexto de crescimento moderado tanto da atividade económica como dos salários no primeiro semestre de 2017

A evolução do mercado de trabalho no primeiro semestre de 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), na primeira metade de 2017 as remunerações médias declaradas à Segurança Social registaram um crescimento de 1,3% face ao período homólogo, o que se consubstancia numa ligeira desaceleração face ao ano anterior, em que se verificou um crescimento de 1,6%. Este dinamismo das remunerações declaradas à Segurança Social estará associado ao aumento do salário mínimo no início do ano e a maiores pressões no mercado de trabalho, decorrentes de uma diminuição significativa do desemprego.

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

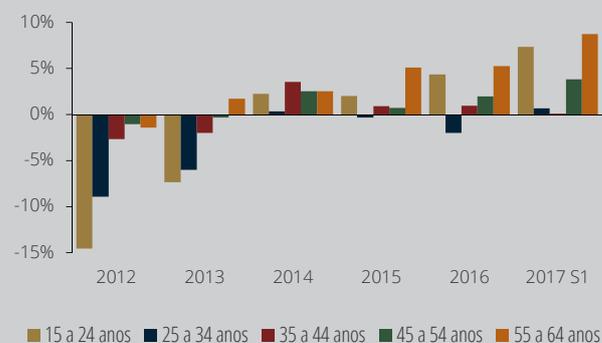
O número total de desempregados no primeiro semestre de 2017 diminuiu 17,9%, em

Gráfico 5.9 • Evolução do emprego por nível de educação



Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

Gráfico 5.10 • Emprego por escalão etário



Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

termos homólogos, após a queda de 11,4% registada em 2016 (Quadro 5.1). A taxa de desemprego situou-se em 9,5% no primeiro semestre de 2017, mantendo o movimento de queda iniciado em 2013 e aproximando-se do nível observado em 2009. No primeiro semestre de 2017, a redução do número total de desempregados, em termos homólogos, foi significativa em todos os escalões etários, mas com particular destaque nos grupos com idades entre 25 e 34 anos e entre 45 e 54 anos (Gráfico 5.11). De referir ainda que a proporção de indivíduos desempregados a receber subsídio de desemprego se situou no primeiro semestre de 2017 em 27%, o que corresponde a uma ligeira redução face a 2016 (Gráfico 5.12).

O indicador de subutilização do trabalho do INE agrega a população desempregada, o subemprego de trabalhadores a tempo parcial, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis e os inativos disponíveis mas que não procuram emprego. Com base neste indicador constata-se que a taxa de subutilização do trabalho tem vindo a decrescer desde 2013. No segundo trimestre de 2017 a taxa de subutilização do trabalho foi de 16,6%, o valor mais baixo no período considerado (Gráfico 5.13).

O número de indivíduos desencorajados incluído no indicador de subutilização do trabalho, i.e., indivíduos que não procuram ativamente emprego mas que estão disponíveis para trabalhar, representou no primeiro semestre de 2017 cerca de 4,3% da população ativa, o que compara com 4,8% em 2016. Estes inativos abrangem um total de cerca de 212 mil indivíduos.

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 âmbito, o número de indivíduos desempregados à procura de emprego há 12 ou mais meses registou, na primeira metade de 2017, uma queda de 21,4% (queda de 13,3% em 2016). Ainda assim, o peso do desemprego de longa duração no desemprego total mantém-se num nível elevado (59,5% na primeira metade de

2017, a que corresponde um total próximo de 292 mil indivíduos), com a agravante de abranger especialmente desempregados de muito longa duração, ou seja, à procura de emprego há 24 ou mais meses (cerca de 73% do desemprego de longa duração). No mesmo sentido, na primeira metade de 2017 o número de indivíduos desempregados à procura de emprego há menos de 12 meses registou uma queda de 12,1% em termos homólogos (diminuição de 7,9% em 2016) (Gráfico 5.14). Assinale-se que o peso destes desempregados de curta duração no total da população ativa se situa atualmente em níveis próximos dos observados nos anos anteriores à crise financeira internacional.

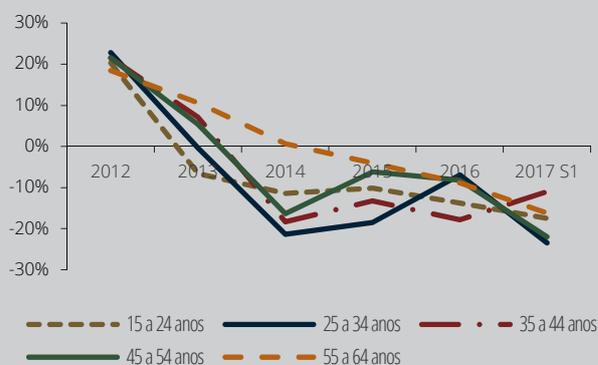
Criação moderada e redução acentuada da destruição do emprego

A dinâmica do mercado de trabalho pode ser decomposta nos fluxos que ocorrem entre os seus três estados: emprego, desemprego e inatividade (Gráfico 5.15). A análise destes fluxos médios trimestrais ilustra a melhoria da situação no mercado de trabalho ao longo do primeiro semestre de 2017, face à evolução verificada no período homólogo. De facto, em comparação com o primeiro semestre de 2016, registou-se um aumento dos fluxos médios líquidos no emprego. O fluxo médio líquido do desemprego continua a ter sinal negativo, embora inferior ao registado em 2016. Esta evolução refletiu sobretudo uma redução das passagens do emprego para o desemprego e um aumento das transições do desemprego para o emprego. Ao longo dos primeiros dois trimestres de 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 no primeiro semestre de 2016 (15%). A análise dos fluxos trimestrais para a situação de emprego revela ainda a elevada segmentação entre tipos de contrato existente no mercado de trabalho português. A criação de emprego centrou-se em contratos não permanentes. De facto, das transições totais para o emprego oriundas do desemprego e da inatividade registadas no primeiro semestre 2017,

apenas 15% foram sob a forma de contratos sem termo. Note-se, no entanto, que o número de contratos de trabalho sem termo cresceu cerca de 4,8% em termos homólogos no primeiro semestre de 2017 (0,9% no primeiro semestre de 2016) e o número de contratos de trabalho com termo cerca de 0,1% (4,7% no primeiro semestre de 2016).

A partir de 2011, as médias anuais da criação e da 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 5.16). O aumento no primeiro semestre do

Gráfico 5.11 • Desemprego por escalão etário
| Taxa de variação homóloga



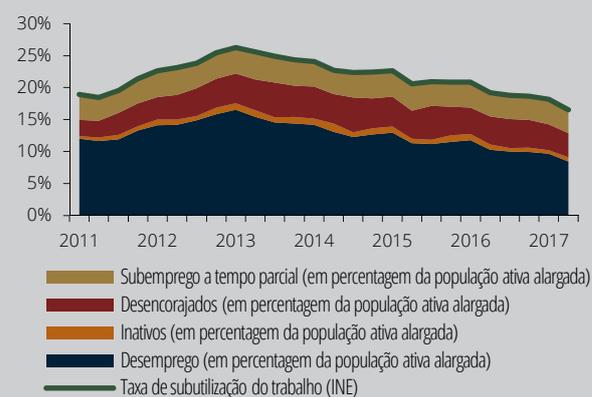
Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

Gráfico 5.12 • Número de desempregados com subsídio de desemprego e taxa de cobertura



Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

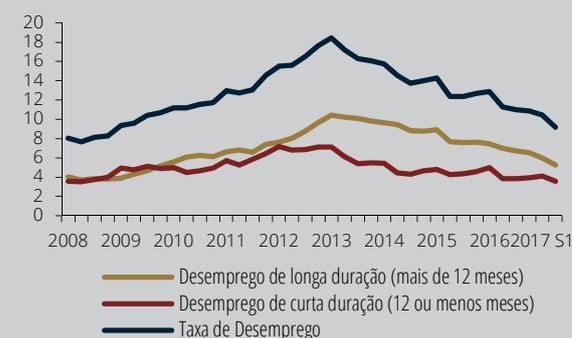
Gráfico 5.13 • Taxa de subutilização do trabalho
| Evolução trimestral



Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

Nota: Taxa de subutilização (%) = (Subutilização do trabalho/População ativa alargada) x100. A população ativa alargada corresponde à população ativa acrescida dos inativos à procura de emprego mas não disponíveis e dos inativos disponíveis mas que não procuram emprego. A categoria legendada como "Desencorajados" refere-se aos indivíduos inativos disponíveis mas que não procuram emprego e a categoria legendada como "Inativos" refere-se aos indivíduos inativos que não procuram emprego mas estão disponíveis para trabalhar.

Gráfico 5.14 • Taxa de desemprego – duração

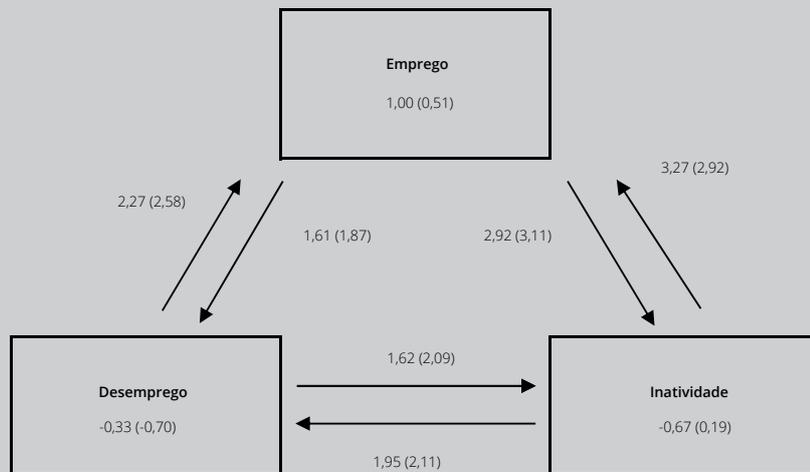


Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

fluxo médio líquido do emprego (criação de emprego subtraído de destruição de emprego) foi essencialmente consequência da menor destruição de emprego (Gráfico 5.16). A criação média anual de emprego em percentagem da população ativa foi de 5,5% no primeiro

semestre de 2017, um valor semelhante ao do primeiro semestre de 2016, enquanto a destruição média anual de emprego em percentagem da população ativa foi de 4,5% em 2017 o que compara com 5,0% no primeiro semestre de 2016.

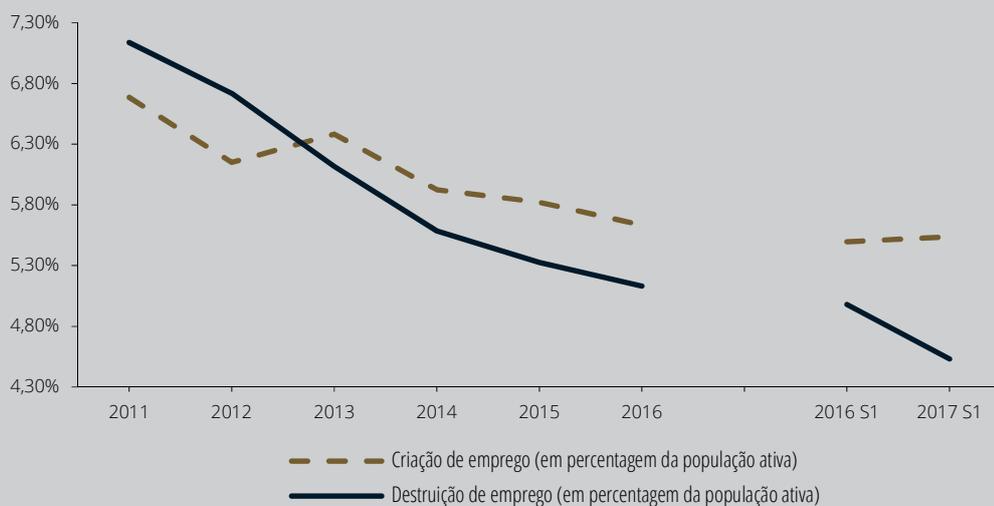
Gráfico 5.15 •
Fluxos no mercado de trabalho no primeiro semestre de 2016 e 2017 (com base em médias dos fluxos trimestrais)
| Em percentagem da população ativa



Fonte: INE (Inquérito ao emprego).

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 médios dos anos de 2016 e 2017 (primeiro semestre). Valores de 2016 entre parênteses. mercado de trabalho.

Gráfico 5.16 •
Criação e destruição de emprego (média anual)



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. O gráfico tem por base a média anual dos fluxos, excepto 2016 S1 e 2017 S1 a que correspondem as médias semestrais dos fluxos.

Caixa 6 | A evolução do VAB, emprego e produtividade na recuperação em curso: contributos sectoriais

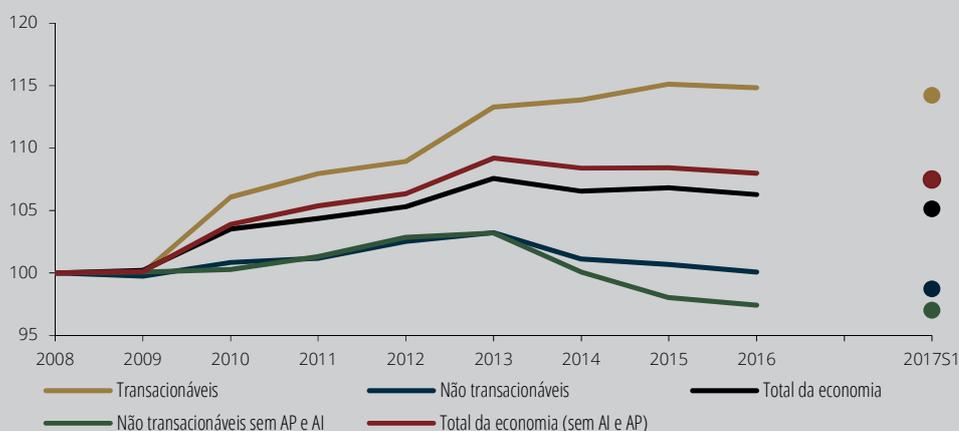
A queda da produtividade por trabalhador tem sido um dos traços marcantes da recuperação da atividade económica em Portugal iniciada em 2014. Depois de uma trajetória ascendente entre 2009 e 2013, a produtividade por trabalhador em Portugal, medida pelo rácio entre o VAB e o emprego, tem sido caracterizada por um perfil decrescente (Gráfico C.6.1)²⁹. Entre 2014 e o primeiro semestre de 2017, o VAB por trabalhador registou uma redução de 2,3% (Quadro C.6.1). Em termos agregados, esta evolução reflete um crescimento do emprego superior ao do VAB (Gráficos C.6.2 e C.6.3). Entre 2014 e o primeiro semestre de 2017, o emprego total e o VAB registaram crescimentos de 8,1% e 5,6%, respetivamente. Neste período observou-se um ligeiro aumento da produtividade no setor produtor dos chamados bens e serviços transacionáveis e uma queda no setor dos bens e serviços não transacionáveis, em particular quando excluídas as administrações públicas e atividades imobiliárias³⁰.

Quadro C.6.1 • Evolução do VAB por trabalhador nos setores de bens transacionáveis e não transacionáveis | Taxa de variação anual, em percentagem

	2014	2015	2016	2017 S1	2014-2017 S1	Por memória: 2009-2013
Total da economia						
VAB	0,4	1,6	1,1	2,3	5,6	-5,8
Emprego	1,4	1,4	1,6	3,4	8,1	-12,4
VAB por trabalhador	-1,0	0,3	-0,5	-1,1	-2,3	7,6
Bens e serviços transacionáveis						
VAB	2,2	2,5	1,7	3,6	10,1	-1,4
Emprego	1,6	1,4	2,0	4,0	9,2	-12,9
VAB por trabalhador	0,5	1,1	-0,3	-0,4	0,8	13,3
Bens e serviços não transacionáveis (exc. AP e AFI)						
VAB	-1,0	0,0	0,4	4,4	3,1	-16,2
Emprego	2,1	2,1	1,1	4,4	9,7	-18,8
VAB por trabalhador	-3,0	-2,1	-0,6	0,0	-6,0	3,2

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

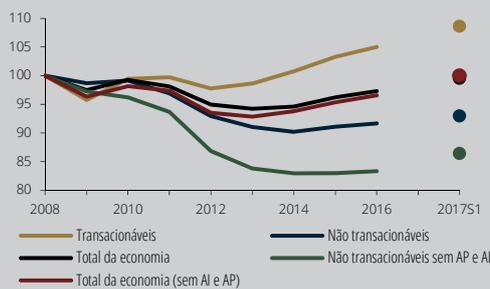
Gráfico C.6.1 • Evolução do VAB por trabalhador em Portugal | 2008=100



Ao nível setorial, verifica-se uma heterogeneidade assinalável na evolução do VAB, do emprego e, como tal, da produtividade por trabalhador desde 2014 (Gráficos C.6.4, C.6.5 e C.6.6). A orientação crescente dos fatores produtivos para os setores da economia mais expostos à concorrência internacional tem-se traduzido em fluxos de emprego significativos em alguns setores, com reflexos na produtividade. Por exemplo, em alguns setores produtores dos chamados bens e serviços transacionáveis, como o caso do comércio, transportes, alojamento e restauração, o aumento significativo do VAB neste período foi ainda assim inferior ao crescimento do emprego, traduzindo-se numa queda da produtividade. Em sentido contrário, na agricultura, o crescimento expressivo da produtividade espelhou essencialmente a queda significativa do emprego neste setor (-8,3% entre 2014 e o primeiro semestre de 2017). Por seu turno, na construção, depois do forte ajustamento do emprego na década passada e na primeira metade da década atual³¹, a queda da produtividade traduziu em grande parte a recuperação do emprego no setor, num cenário em que o VAB, apesar do aumento no início de 2017, registou uma queda no conjunto do período.

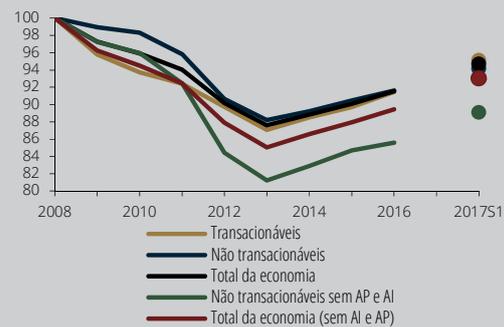
Em relação ao setor de bens e serviços transacionáveis, é de referir que, entre 2014 e o primeiro semestre de 2017, a respetiva produtividade cresceu 0,8%. Todavia, este aumento é justificado

Gráfico C.6.2 • Evolução do VAB em Portugal | 2008=100



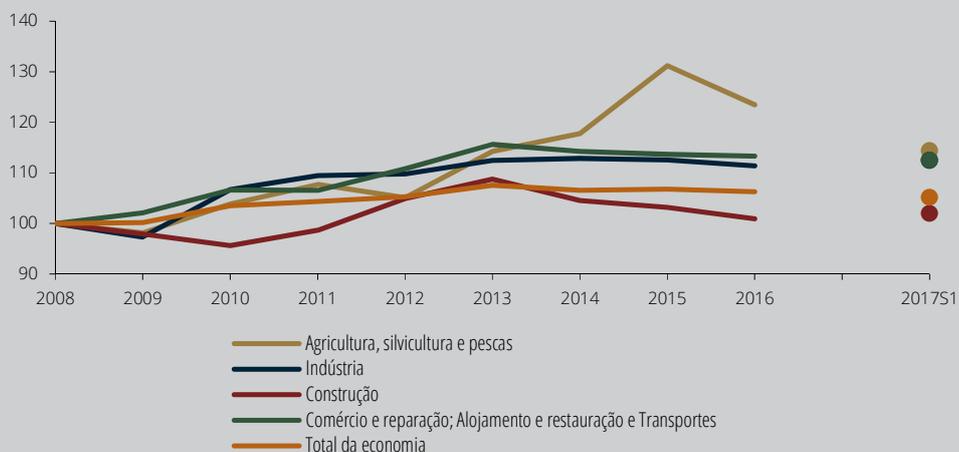
Fonte: Eurostat.

Gráfico C.6.3 • Evolução do emprego em Portugal | 2008=100



Fonte: Eurostat.

Gráfico C.6.4 • Evolução do VAB por trabalhador nos principais setores de atividade | 2008=100



Fonte: Eurostat.

em larga medida pelo crescimento significativo da produtividade na agricultura, silvicultura e pescas. De facto, excluindo este sector, a produtividade no setor de bens e serviços transacionáveis teria registado uma queda de 2,7%. Neste contexto, é de destacar a queda da produtividade não só no comércio, transportes, alojamento e restauração, como igualmente na indústria transformadora (apesar da recuperação na primeira metade de 2017), assim como em outros serviços transacionáveis, como os serviços de informação e comunicação.

Relativamente ao setor de bens e serviços não transacionáveis (excluindo administrações públicas e atividades imobiliárias), a queda acentuada da produtividade (6,0% entre 2014 e o primeiro semestre de 2017) refletiu o aumento significativo do emprego, em particular nos chamados serviços não transacionáveis. Destaca-se, em particular, as já referidas quedas da produtividade e do VAB na construção (6,3% e 3,3%, respetivamente). No setor energético observou-se um ligeiro aumento da produtividade, no contexto de uma recuperação do VAB neste sector, em particular na primeira metade de 2017.

A variação no VAB por trabalhador pode ser desagregada entre, por um lado, as flutuações de emprego intersetoriais e, por outro, as variações no VAB por trabalhador intrasetoriais, tendo em conta que:

$$\frac{VAB}{E} = \sum_S \frac{VAB_i E_i}{E_i E}$$

ou de modo equivalente:

$$\omega = \sum_{i=1}^S \omega_i s_i$$

em que E é o emprego total e E_i o emprego no setor $i=1...S$. Tal significa que $\omega_i = \frac{VAB_i}{E_i}$ corresponde ao VAB por trabalhador no setor i e $s_i = \frac{E_i}{E}$ ao peso do emprego no setor i no emprego total. Esta equação clarifica que as variações no VAB por trabalhador correspondem à média ponderada das alterações no VAB por trabalhador em todos os sectores, em que os ponderadores são simplesmente os pesos do emprego em cada setor.

Gráfico C.6.5 • Evolução do VAB nos principais setores de atividade | 2008=100



Fonte: Eurostat.

Gráfico C.6.6 • Evolução do emprego nos principais setores de atividade | 2008=100



Fonte: Eurostat.

Usando a chamada decomposição de Shapley, as variações no VAB por trabalhador podem ser desagregadas do seguinte modo:

$$\Delta\omega = \underbrace{\Delta\omega_1 \times \left(\frac{S_{1,t=0} + S_{1,t=1}}{2}\right) + \Delta\omega_2 \times \left(\frac{S_{2,t=0} + S_{2,t=1}}{2}\right) + \dots + \Delta\omega_i \times \left(\frac{S_{i,t=0} + S_{i,t=1}}{2}\right)}_{\Delta\omega_W} + \underbrace{\sum_{i=1}^S \Delta S_i \times \left(\frac{\omega_{i,t=0} + \omega_{i,t=1}}{2}\right)}_{\Delta\omega_B}$$

A expressão $\Delta\omega_i \times \left(\frac{S_{i,t=0} + S_{i,t=1}}{2}\right)$ traduz a variação no VAB por trabalhador atribuível à variação do VAB por trabalhador no setor i . No total estas variações somam $\Delta\omega_W$, que representa a variação total no VAB por trabalhador líquida de efeitos de realocação. Esta é a variação no VAB por trabalhador que ocorre em cada setor, admitindo que os pesos do emprego se mantêm invariáveis. Por seu turno, $\Delta\omega_B$ é a variação atribuível às flutuações intersectoriais no emprego. Os movimentos de trabalhadores de setores de baixa produtividade para setores de alta produtividade aumenta o VAB por trabalhador, enquanto os movimentos de trabalhadores de setores de alta produtividade para setores de baixa produtividade diminui o VAB por trabalhador. Se este último termo da equação for negativo tal significa que os movimentos de emprego intersectoriais tiveram um impacto desfavorável sobre o VAB por trabalhador no conjunto da economia.

O quadro C.6.2 mostra o contributo dos vários setores para a variação no VAB por trabalhador na economia, excluindo as administrações públicas e as atividades imobiliárias. Entre 2014 e o primeiro semestre de 2017, a queda do VAB por trabalhador observada a nível agregado parece resultar de diminuições da produtividade dentro de cada setor. Por seu turno, neste período o contributo da componente intersectorial foi positivo, sendo de magnitude semelhante à observada entre 2009 e 2013. Tal sugere que no atual período de recuperação económica, tal como durante a anterior fase de recessão 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.

Quadro C.6.2 • Contributos setoriais para a variação do VAB por trabalhador | Taxa de variação anual, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais

	2014	2015	2016	2017 S1	2014-2017 S1	Por memória: 2009-2013
Total da economia (exc. AP e AI; taxa de variação, em percentagem)	-0,7	0,0	-0,4	-0,5	-1,6	9,2
Contributos (em pp):						
Agricultura, siveicultura e pescas	0,1	0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,4
Indústria transformadora	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,0	2,4
Energia, água e saneamento	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,1
Comércio, transportes, alojamento e restauração	-0,4	-0,2	-0,1	-0,3	-1,0	5,3
Construção	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	-0,4	0,6
Outros serviços	-1,3	-1,0	-0,1	-0,1	-2,5	-1,3
Contributo intrasetorial	-1,7	-0,8	-0,8	-0,5	-3,8	7,3
Contributo intersectorial	0,9	0,9	0,4	0,0	2,2	1,9

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

6. Procura

Crescimento do PIB superior ao da área do euro no primeiro semestre de 2017

No primeiro semestre de 2017, o PIB cresceu 2,9% em termos homólogos, uma aceleração face ao crescimento de 2,0% registado no segundo semestre de 2016 (Quadro 6.1). Em termos trimestrais, este crescimento refletiu uma ligeira aceleração homóloga do primeiro para o segundo trimestre, de 2,8% para 3,0%. Em taxa de variação em cadeia, o crescimento do PIB no primeiro semestre de 2017 foi de 1,5%, após 1,4% no segundo semestre de 2016. No primeiro semestre de 2017, o crescimento do PIB em Portugal ultrapassou o registado na área do euro, algo que não acontecia desde o primeiro semestre de 2010 (Gráfico 6.1).

A taxa de crescimento do PIB voltou a ser superior à do VAB (Gráfico 6.2). Esta diferença continua a refletir a evolução dos impostos líquidos de subsídios, que registaram um crescimento de 5,5% no primeiro semestre de 2017 face ao período homólogo, após um aumento de 4,6% em 2016³².

Evolução do PIB reflete a aceleração das exportações e do investimento

A evolução do PIB no primeiro semestre de 2017 refletiu a aceleração das exportações e do investimento (Gráfico 6.3), prolongando o dinamismo registado na segunda metade de 2016.

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

	% do PIB em 2016	2014	2015	2016	2016		2017		2016				2017	
					S1	S2	S1	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
PIB	100,0	0,9	1,8	1,5	1,1	2,0	2,9	1,2	1,0	1,8	2,2	2,8	3,0	
Procura interna	99,1	2,2	2,7	1,6	1,1	2,1	2,7	1,5	0,8	1,3	2,9	2,7	2,6	
Consumo privado	65,5	2,3	2,3	2,1	1,7	2,4	2,1	2,3	1,2	2,0	2,9	2,3	1,9	
Consumo público	18,0	-0,5	1,3	0,6	1,1	0,1	-0,5	1,6	0,7	0,2	0,0	-0,3	-0,6	
Investimento	15,5	5,3	6,4	0,9	-1,3	3,2	8,6	-1,9	-0,8	0,1	6,3	7,9	9,3	
FBCF	15,3	2,3	5,8	1,6	-0,7	3,9	10,1	-0,8	-0,6	1,7	6,1	9,9	10,3	
Variação de existências ^(a)		0,5	0,2	-0,4	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	
Exportações	39,9	4,3	6,1	4,1	2,7	5,5	8,9	3,6	1,7	4,9	6,0	9,7	8,1	
Importações	39,0	7,8	8,5	4,1	2,7	5,5	8,0	4,2	1,3	3,7	7,3	9,1	7,0	
Contributo da procura interna ^(a)		2,2	2,8	1,6	1,1	2,2	2,8	1,5	0,8	1,3	3,0	2,8	2,7	
Contributo das exportações ^(a)		1,7	2,5	1,8	1,1	2,4	3,9	1,5	0,8	2,1	2,7	4,2	3,6	
Contributo das importações ^(a)		-3,1	-3,6	-1,9	-1,2	-2,5	-3,7	-1,9	-0,6	-1,7	-3,4	-4,2	-3,3	
<i>por memória:</i>														
PIB – taxa de variação em cadeia					0,6	1,4	1,5	0,3	0,2	0,9	0,8	0,9	0,3	
Procura interna (exc. variação de existências)	98,8	1,8	2,6	1,7	1,2	2,2	2,9	1,7	0,8	1,6	2,9	3,0	2,8	

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (a) Contributo para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais.

Considerando os contributos para a taxa de variação homóloga do PIB, líquidos de conteúdos importados, as exportações passaram de um contributo de 1,0 pp no segundo semestre de 2016 para 1,6 pp no primeiro semestre de 2017. Por seu turno, o investimento, depois de um contributo ainda negativo em 2016, registou um contributo positivo de 0,7 pp no primeiro semestre de 2017.

O consumo privado registou no primeiro semestre de 2017 uma taxa de variação homóloga de 2,1%, o que compara com 2,4% no segundo semestre de 2016. Este crescimento do consumo ocorre num contexto de melhoria da confiança dos consumidores e de aumento do rendimento disponível. Para esta evolução tem contribuído o aumento do emprego e a manutenção de um crescimento moderado das remunerações

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



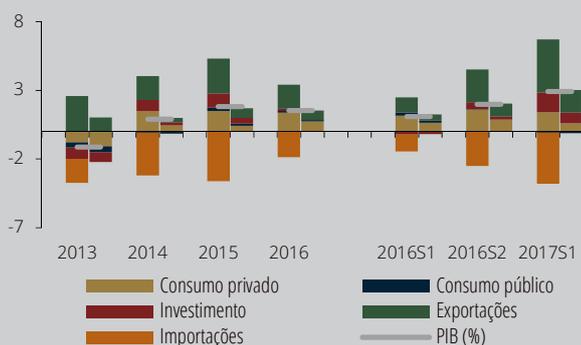
Fontes: Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.2 • Evolução recente do PIB e do VAB em Portugal | Índice 2008 T1=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

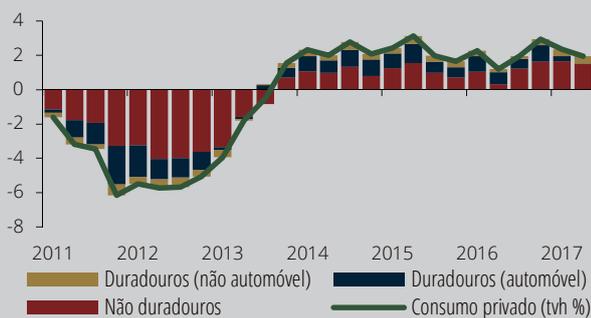
Gráfico 6.3 • Contributos para a taxa de variação homóloga do PIB | Em percentagem e pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Para cada ano são apresentadas duas barras: a da esquerda corresponde aos contributos brutos e a da direita aos contributos líquidos de importações. Os agregados da procura em termos líquidos de importações 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 2005. Para mais informações, ver a Caixa "O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal", *Boletim Económico* de junho de 2014.

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



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

por trabalhador. Refira-se que a taxa de desemprego tem mantido uma trajetória descendente, reduzindo-se para 8,8% no segundo trimestre de 2017, face a 11,1% em 2016.

As componentes do consumo privado apresentaram uma evolução díspar no primeiro semestre de 2017, com a componente de bens duradouros a desacelerar 5,3 pp, para 5,9%, e a componente de bens não duradouros a registar um crescimento de 1,7%, face a 1,6% do segundo semestre de 2016 (Gráfico 6.4). A desaceleração da componente de bens duradouros reflete a evolução das aquisições de automóveis com finalidade de consumo (Gráfico 6.5), já que os restantes bens duradouros registaram uma aceleração de 5,3%, na segunda metade de 2016, para 8,6%, no primeiro semestre de 2017.

No primeiro semestre de 2017, a FBCF cresceu 10,1%, o que representa uma forte aceleração face ao segundo semestre de 2016 (crescimento de 3,9%). Esta evolução decorreu da aceleração generalizada das várias componentes da FBCF, num contexto de melhoria das condições de financiamento (Capítulo 2), de recuperação da atividade económica, de uma perceção por parte dos empresários de menores limitações ao investimento e, em geral, de uma maior confiança relativamente às perspetivas quanto à economia portuguesa (Caixa 7).

Em primeiro lugar, destaca-se o contributo da componente de construção para o total da FBCF, que passou de um contributo de 0,5 pp para 4,6 pp (Gráfico 6.6). Este crescimento da construção surge após um período de forte contração da atividade, em resultado da crise económica e financeira, que acentuou o ajustamento estrutural neste setor. Para a dinâmica apresentada no início de 2017 terão contribuído o dinamismo da atividade turística e as atividades imobiliárias relacionadas, bem como o crescimento das obras públicas. Este dinamismo da construção reflete-se também na evolução do VAB do setor (Capítulo 5). Apesar deste crescimento, o nível da FBCF em construção ainda se encontra muito abaixo do registado antes da crise financeira, com o valor do segundo trimestre de 2017 a representar uma queda de 40,2% face ao valor do primeiro trimestre de 2008 (Gráfico 6.7).

O contributo da componente de máquinas e equipamentos para a variação homóloga da FBCF também aumentou, cifrando-se em 3,7 pp no primeiro semestre de 2017. Esta componente da FBCF é a que apresenta uma recuperação mais acentuada desde 2013, encontrando-se praticamente no nível registado no primeiro trimestre de 2008.

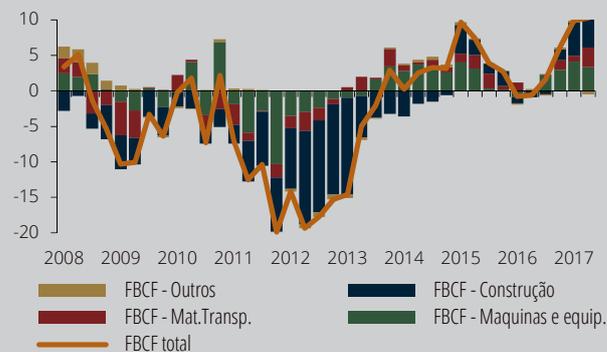
A FBCF em material de transporte registou uma aceleração neste semestre, com uma taxa

Gráfico 6.5 • Indicador de consumo de automóveis | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: ACAP.

Gráfico 6.6 • Contributos para a variação homóloga da FBCF | Taxa de variação homóloga, em percentagem e pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

de variação homóloga de 23,1%, que compara com 9,2% no semestre anterior. Esta evolução estará também relacionada parcialmente com o dinamismo do setor do turismo, refletindo os investimentos de empresas de alugueres de automóveis.

As exportações de bens e serviços aumentaram 8,9% no primeiro semestre de 2017, após um crescimento de 4,1% em 2016, prolongando o perfil ascendente iniciado na segunda metade desse ano. Esta evolução refletiu o maior contributo da generalidade das componentes, sendo de destacar o crescimento das exportações de turismo, que ascenderam a 15,3% no primeiro semestre de 2017 (Gráfico 6.8 e Caixa 8).

No que se refere à componente de exportações de bens, a recuperação registada foi especialmente marcada no primeiro trimestre, assistindo-se a uma desaceleração no segundo trimestre. Em ambos os casos a evolução das exportações em termos nominais foi extensível aos mercados intra e extracomunitário, em particular o primeiro, com destaque para Espanha e França. Os mercados de Angola e da China, que tinham contribuído negativamente para a evolução das exportações portuguesas em 2015 e praticamente em todo o ano de 2016,

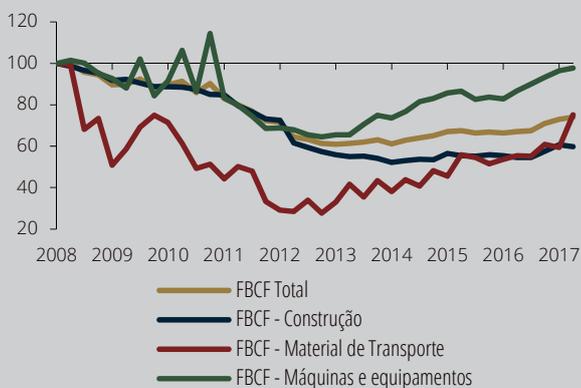
inverteram este comportamento em 2017 (Gráfico 6.9).

Ganho significativo de quota de mercado das exportações portuguesas

As exportações portuguesas, em termos reais, têm crescido a uma taxa superior à da procura externa, o que se traduziu num novo ganho de quotas de mercado, que ascendeu a cerca de 4,6 pp na primeira metade de 2017. Este ganho reflete quer a evolução do mercado extracomunitário quer do mercado intracomunitário. Neste último caso, e considerando uma análise em termos nominais, verifica-se que os ganhos de quota têm sido extensivos a vários produtos e países (Caixa 9). Esta conclusão é robusta à inclusão no indicador de procura externa das importações de Angola (Gráfico 6.10).

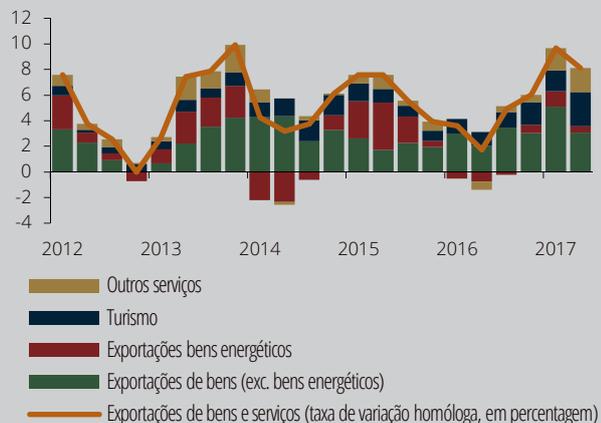
O desempenho favorável das exportações portuguesas tem ocorrido num quadro de apreciação da taxa de câmbio efetiva nominal e, em menor grau, da taxa de câmbio efetiva deflacionada pelos custos unitários por unidade produzida (CTUP) (Gráfico 6.11). Esta evolução revela

Gráfico 6.7 • Evolução da FBCF por tipo de investimento | Índice 2008 T1=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.8 • Contributos para a variação real das exportações de bens e serviços | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais; valores trimestrais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

a importância dos fatores de competitividade não-preço no dinamismo das exportações portuguesas.

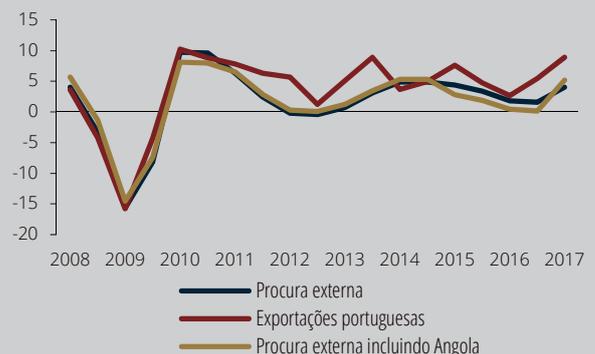
Em linha com a evolução da atividade e das exportações, as importações de bens e serviços também aceleraram, registando um crescimento

Gráfico 6.9 • Contributos dos principais mercados para a variação das exportações nominais de bens excluindo combustíveis | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais; valores trimestrais



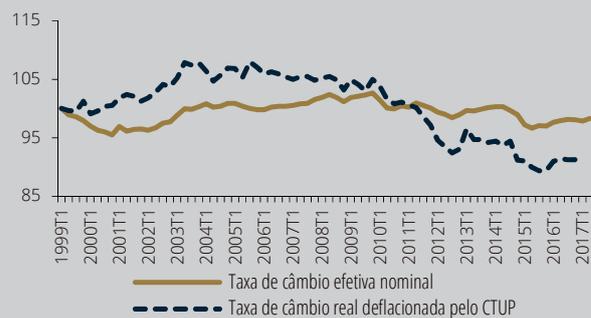
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.10 • Exportações de bens e serviços e procura externa | Valores semestrais; taxa de variação homóloga, em percentagem



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

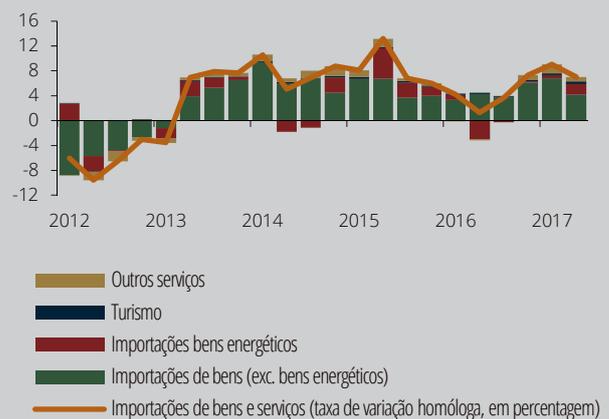
Gráfico 6.11 • Taxa de câmbio efetiva nominal e real | Índice 1999 T1 = 100



Fonte: Banco Central Europeu.

Nota: a taxa de câmbio efetiva nominal corresponde a uma média geométrica ponderada da taxa de câmbio do euro face às moedas de 19 parceiros comerciais. A taxa de câmbio real é deflacionada pelos custos unitários do trabalho, que correspondem ao rácio entre as remunerações por trabalhador e a produtividade. A série das remunerações foi construída a partir da informação das contas nacionais na base 2006, reproduzindo a mesma metodologia para o período anterior a 2005. Adicionalmente, foi ajustada dos efeitos diretos da venda de créditos tributários por parte das administrações públicas em 2003.

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

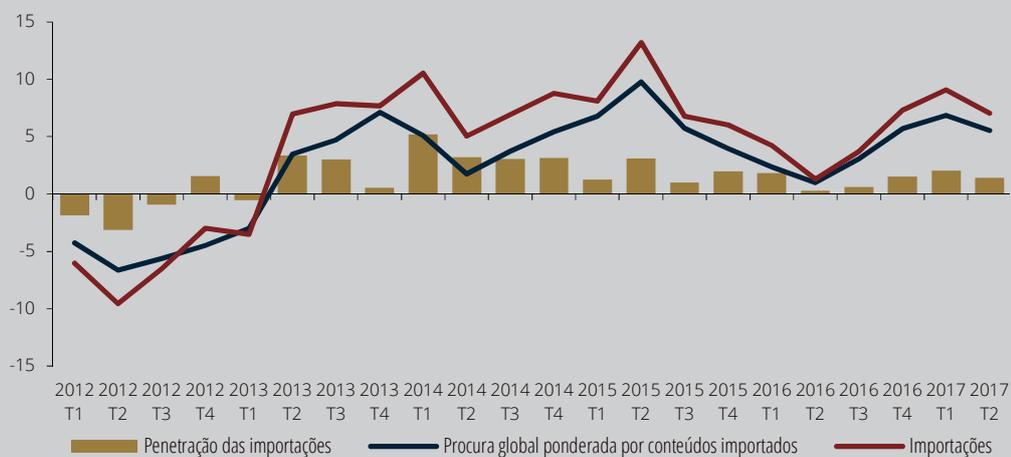


Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

de 8,0% no primeiro semestre de 2017, face a 4,1% em 2016 (Gráfico 6.12). Esta evolução reflete a generalidade das componentes mas em particular o desempenho da componente energética. De facto, as importações de bens energéticos cresceram 8,5% em volume, após uma diminuição de 0,1% na segunda metade de 2016. As importações dos restantes tipos de bens

mantiveram um crescimento elevado, maior do que a procura global ponderada por conteúdos importados, tal como observado desde 2013 (Gráfico 6.13). Considerando os dados nominais, a aceleração das importações de serviços, para além da componente de turismo, reflete essencialmente as atividades de transportes.

Gráfico 6.13 •
Importações e procura global ponderada
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Caixa 7 | Análise do inquérito de conjuntura ao investimento: fatores limitativos do investimento

O investimento assume um papel fundamental na determinação das perspetivas de crescimento económico presentes e futuras. No entanto, é uma variável com elevada volatilidade, o que a torna difícil de prever. O inquérito ao investimento permite conhecer as perspetivas dos empresários para o investimento nominal num dado ano, proporcionando informação potencialmente útil para a previsão de curto prazo desta componente. O inquérito inclui também informação sobre os destinos, objetivos, fontes de financiamento e limitações ao investimento. A presente caixa tem como objetivo fornecer uma análise dos resultados do inquérito, com enfoque nos fatores limitativos do investimento.

O inquérito é semestral, com períodos de inquirição de abril a junho (1.º semestre – S1) e de outubro a janeiro (2.º semestre – S2) e baseia-se numa amostra de empresas nacionais (3820 na versão mais recentemente divulgada) que abrange a maioria do setor privado da economia³³. As empresas com mais de 250 trabalhadores são incluídas na amostra na totalidade, sendo excluídas algumas empresas mais pequenas³⁴. A maior parte do investimento é realizado por grandes empresas³⁵, pelo que a sobre-representação destas na amostra pode contribuir para um melhor acompanhamento do investimento ao nível agregado. Para cada ano T existem quatro estimativas do inquérito, incluídas no inquérito do segundo semestre do ano T-1 (1.ª estimativa), nos dois inquéritos do ano T, e no inquérito do primeiro semestre de T+1 (estimativa final). Nesta caixa consideraram-se as estimativas finais do inquérito para cada ano (com exceção de 2017, para o qual apenas está disponível a segunda estimativa).

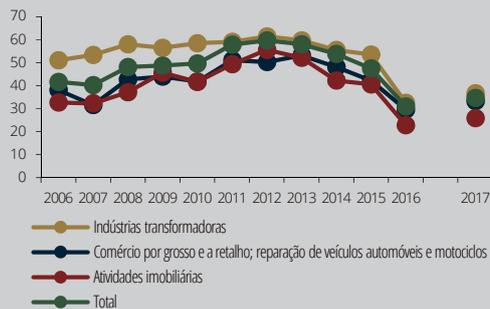
O inquérito questiona as empresas sobre a presença de alguns fatores limitativos ao investimento, relacionados com condições de procura, produção e financiamento, e sobre qual destes fatores é o principal. A percentagem de empresas a reportar fatores limitativos aumentou entre 2008 e 2012, reduzindo-se desde então para níveis inferiores aos observados antes da crise financeira (Gráfico C.7.1). Esta evolução é transversal aos principais subsectores da indústria e serviços e particularmente acentuada em 2016.

O principal fator limitativo reportado pelas empresas é a deterioração das perspetivas de venda, que apresenta um perfil temporal muito relacionado com o ciclo económico (Gráfico C.7.2). Com a recuperação da economia e redução do número de empresas a reportar a existência de limitações, este fator tem vindo a perder importância, sendo substituído por uma maior incidência de limitações relacionadas com as condições de financiamento e rentabilidade dos investimentos³⁶. Uma desagregação destas respostas com os dados microeconómicos do inquérito – com base numa amostra não ponderada das empresas – permite caracterizar alguns aspetos em particular.

No caso da deterioração das perspetivas de venda, a redução da percentagem de empresas a reportar este fator desde 2012 é relativamente transversal a todos os escalões de dimensão de empresa e aos principais setores de atividade (Gráficos C.7.3 e C.7.4). Durante a recessão, este fator foi mais relevante para as pequenas empresas, sendo que para as empresas muito grandes a importância relativa deste fator sofreu poucas alterações ao longo do tempo, possivelmente porque a sua maior dimensão lhes permite uma diversificação de mercados e/ou produtos que possibilita lidar melhor com as reduções de procura. O setor de atividade mais sensível ao fator perspetivas de venda é o da construção, em linha com a redução do VAB neste setor durante os anos mais recentes, que foi também mais acentuada do que noutros setores. No entanto, em 2017 há uma convergência da importância relativa da deterioração das perspetivas de venda nos diferentes setores.

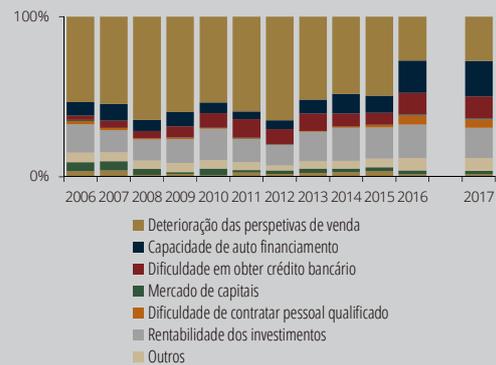
As perspetivas negativas em relação às vendas, que configuram uma situação de incerteza quanto à situação do negócio no curto prazo, foram substituídas parcialmente ao longo do tempo pela incerteza quanto à rentabilidade dos investimentos, que deverá estar associada a uma perspetiva de mais médio/longo prazo (Gráficos C.7.5 e C.7.6).

Gráfico C.7.1 • Percentagem de empresas com limitações ao investimento
| Em percentagem



Fonte: INE.

Gráfico C.7.2 • Inquérito ao investimento: Principal fator limitativo | Em percentagem



Fonte: INE.

Gráfico C.7.3 • Fator limitativo por dimensão da empresa – Deterioração das perspetivas de venda | Em percentagem



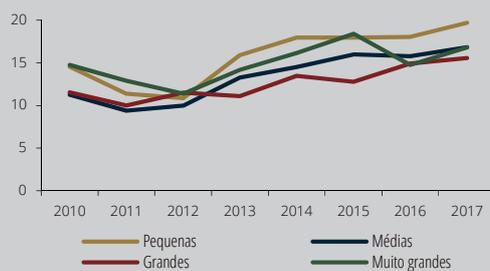
Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C.7.4 • Fator limitativo por setor de atividade – Deterioração das perspetivas de venda | Em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C.7.5 • Fator limitativo por dimensão da empresa – Incerteza quanto à rentabilidade dos investimentos | Em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

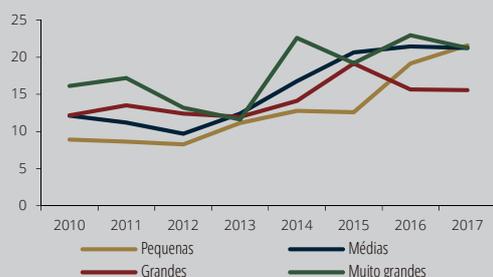
Gráfico C.7.6 • Fator limitativo por setor de atividade – Incerteza quanto à rentabilidade dos investimentos | Em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

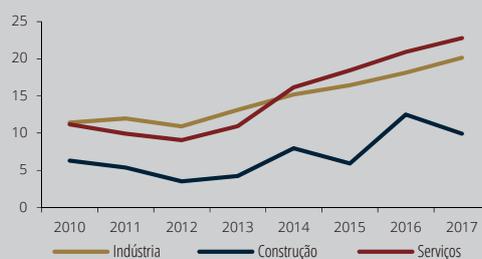
O terceiro principal fator limitativo mais mencionado pelas empresas diz respeito à capacidade de autofinanciamento. O facto de esta limitação assumir mais importância do que as associadas a outras formas de financiamento ilustra a tendência recente de aumento da poupança das empresas, particularmente evidente nas empresas de maior dimensão (Gráfico C.7.7)³⁷. Por setor de atividade, este fator assume menor relevância para as empresas de construção, possivelmente porque devido ao seu maior grau de endividamento têm menos capacidade de aceder a esta forma de financiamento (Gráfico C.7.8). Complementarmente, este é o setor onde maior percentagem de empresas apontava a dificuldade em obter crédito bancário como principal limitação ao investimento até 2014, sendo este fator a partir de então mais predominante no setor da indústria. Este fator limitativo assume menor preponderância para as empresas de maior dimensão (Gráficos C.7.9 e C.7.10).

Gráfico C.7.7 • Fator limitativo por dimensão da empresa – Capacidade de autofinanciamento | Em percentagem



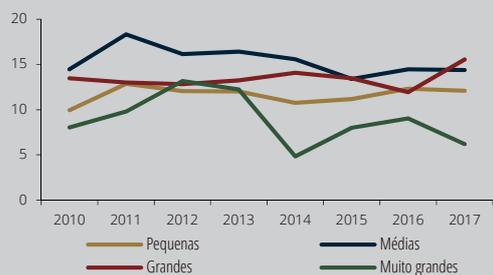
Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C.7.8 • Fator limitativo por setor de atividade – Capacidade de autofinanciamento | Em percentagem



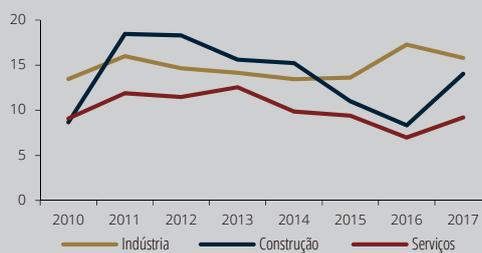
Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C.7.9 • Fator limitativo por dimensão da empresa – Dificuldade na obtenção de crédito bancário | Em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C.7.10 • Fator limitativo por setor de atividade – Dificuldade na obtenção de crédito bancário | Em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Caixa 8 | A evolução recente do turismo não residente em Portugal

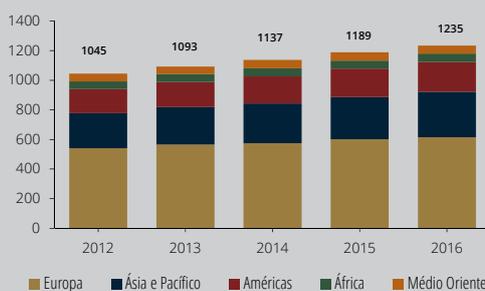
Com um crescimento muito significativo nos últimos anos, o turismo tem sido um dos setores económicos mais dinâmicos não só em Portugal como a nível mundial. De acordo com a Organização Mundial de Turismo (OMT), em 2016, ocorreram 1235,2 milhões de chegadas de turistas em todo o mundo, traduzindo um crescimento de 3,9% em relação a 2015 (Gráfico C.8.1). A Europa, com um crescimento de 2,1% em 2016, continua a concentrar a maioria das chegadas internacionais (49,8%), seguida da região da Ásia e Pacífico (Gráfico C.8.2). Entre as chamadas sub-regiões de destino, a Europa do Sul e Mediterrâneo concentra a maioria das preferências dos turistas internacionais (18,5% do total), seguida da Europa Ocidental (14,6%) e do Nordeste Asiático (12,5%). A informação mais recente disponibilizada pela OMT sugere que o elevado dinamismo do turismo a nível mundial terá continuado nos primeiros meses de 2017. Entre janeiro e abril, o número de chegadas de turistas a nível mundial aumentou 6% em termos homólogos.

De acordo com o índice de competitividade turística (*Travel and Tourism Competitiveness Index*) publicado pelo *World Economic Forum* em 2017 para 136 países, Portugal é o 14.º destino turístico mais competitivo a nível mundial (15.º em 2015), um *ranking* que é liderado pela Espanha, seguida da França e da Alemanha³⁸.

Tal como a nível mundial, o turismo tem-se revelado como um dos setores mais dinâmicos da economia portuguesa, com taxas de crescimento muito significativas no período mais recente. Em termos nominais, e depois de uma queda significativa em 2009, as exportações de serviços de turismo têm mantido um perfil ascendente, que foi particularmente significativo entre 2013 e 2016. Esta trajetória é igualmente observável em outros países do Sul da Europa, embora numa magnitude inferior à registada em Portugal (Gráfico C.8.3).

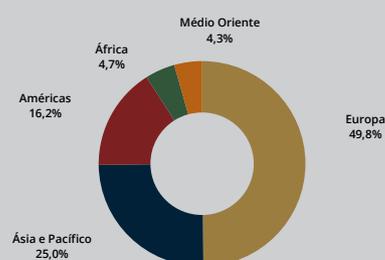
Entre 2013 e 2016, as exportações nominais de serviços de turismo registaram um crescimento médio anual de 11,1%, tendo duplicado face a 2001. Em 2016, as exportações nominais de serviços de turismo aumentaram 10,7% (10,2% em 2015), totalizando 12,68 mil milhões de €, enquanto as importações aumentaram 6,6 por cento (8,9% em 2015), ascendendo a 3,85 mil milhões de €. Deste modo, em 2016, o saldo da balança de serviços de turismo situou-se em 8,8 mil milhões de € (4,8% do PIB), o que se traduz num crescimento de 12,7% (Gráfico C.8.4). Este

Gráfico C.8.1 • Distribuição geográfica das chegadas de turistas a nível mundial
| Milhões de indivíduos



Fonte: Organização Mundial do Turismo.

Gráfico C.8.2 • Distribuição geográfica das chegadas de turistas em 2016
| Em percentagem do total



Fonte: Organização Mundial do Turismo.

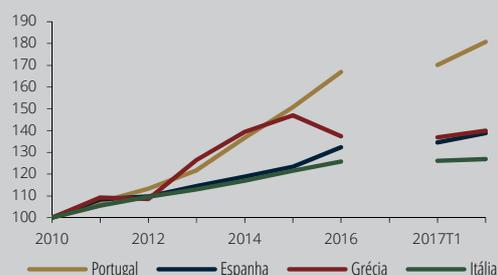
valor representa o quinto saldo positivo mais elevado entre os países da União Europeia, depois da Espanha, Itália, Grécia e próximo da Áustria. A informação relativa ao primeiro semestre de 2017 revela um novo aumento muito significativo das exportações nominais de serviços de turismo (21,0% em termos homólogos).

A França e o Reino Unido permanecem como os mercados com maior peso nas receitas de serviços de turismo nacionais, seguidos dos mercados de Espanha e Alemanha (Gráfico C.8.5). As receitas de serviços de turismo provenientes dos principais mercados emissores intracomunitários têm apresentado aumentos muito significativos desde 2013, com crescimentos médios entre 11% (França) e 17% (Itália e Países Baixos). Em relação aos mercados extracomunitários, destacam-se as receitas de serviços de turismo adquiridos por turistas dos Estados Unidos que, apesar de um abrandamento nos últimos três anos, praticamente duplicaram entre 2010 e 2016. A informação relativa à primeira metade de 2017 revela um crescimento significativo das receitas de serviços de turismo provenientes dos principais mercados emissores, com destaque para as receitas associadas a serviços adquiridos por turistas espanhóis (aumento de 23,4% em termos homólogos) e brasileiros (aumento de 58,1%), neste último caso depois de um período de relativa estagnação.

Tal como em termos nominais, também em termos reais as exportações de serviços de turismo têm apresentado crescimentos muito significativos, em particular após 2013. Entre 2013 e 2016, as exportações de serviços de turismo apresentaram um crescimento médio anual em volume de 9,7% (Gráfico C.8.6). Como resultado, o peso das exportações de serviços de turismo no PIB tem aumentado, situando-se em 6,2% em 2016, o que compara com um peso de 4,1% no início do século (Gráfico C.8.7)⁹⁹. O desempenho bastante favorável das exportações de serviços de turismo manteve-se no primeiro semestre de 2017, com um crescimento em termos homólogos de 15,3%, depois de 9,7% em 2016.

O dinamismo do turismo refletiu-se igualmente num aumento significativo da procura de serviços de alojamento (Gráfico C.8.8). Entre 2013 e 2016, o número de dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros nacionais registou um crescimento médio anual de 9,2% (11,4% em 2016 e 7,1% em 2015). No primeiro semestre de 2017, a procura de serviços de alojamento manteve-se elevada, com um crescimento do número de dormidas de 11,6% em termos homólogos.

Gráfico C.8.3 • Evolução das exportações de nominais de serviços de turismo | 2010=100



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Gráfico C.8.4 • Balança de serviços de turismo | Em percentagem do PIB

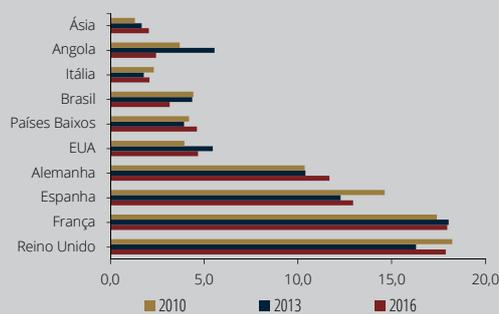


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Apesar do respetivo peso relativo ter diminuído face a 2015, o Reino Unido permanece destacadamente como o principal mercado emissor (23,9% do total de dormidas de não residentes em 2016), seguido da Alemanha (13,7%). No entanto, é de sublinhar o crescimento significativo das dormidas de turistas franceses, que em 2016 tiveram um peso (10,3%) semelhante ao dos turistas espanhóis. O desvio de turistas de destinos no Médio Oriente e Norte de África, marcados por tensões sociopolíticas, poderá ter contribuído para o aumento significativo do número de dormidas de turistas provenientes não só de França como também de Itália no período mais recente. Entre 2013 e 2016, o crescimento médio anual do número de dormidas de turistas franceses e italianos situou-se em, respetivamente, 15,2% e 13,2%.

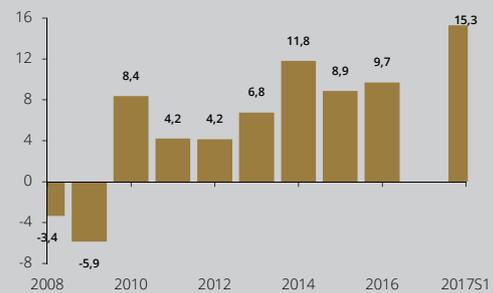
Entre os mercados extracomunitários, que representavam cerca de 18% do total de dormidas em 2016 (15% em 2015), destaca-se o crescimento significativo das dormidas de turistas provenientes do Brasil e, sobretudo, da Ásia, cujo número de hóspedes em estabelecimentos nacionais duplicou entre 2010 e 2016. É importante destacar igualmente o forte aumento das dormidas de turistas brasileiros no primeiro semestre de 2017 (crescimento de 55,4% em termos homólogos).

Gráfico C.8.5 • Distribuição das exportações nominais de serviços de turismo por países | Em percentagem do total



Fonte: Banco de Portugal

Gráfico C.8.6 • Taxa de crescimento das exportações de serviços de turismo (volume) | Em percentagem



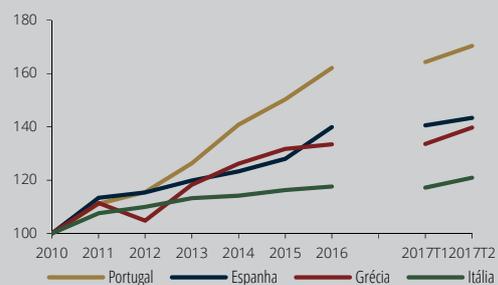
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico C.8.7 • Peso das exportações de serviços de turismo em volume no PIB | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal

Gráfico C.8.8 • Evolução das dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros | 2010=100

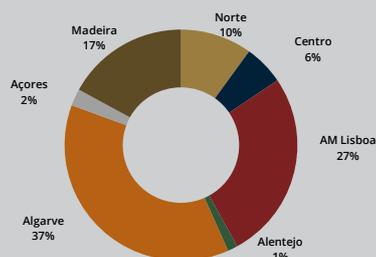


Fontes: Eurostat e INE.

Por região de destino, o Algarve continua a concentrar a maioria das preferências dos turistas não residentes, seguido da região metropolitana de Lisboa que, tal como a região Norte, aumentou ligeiramente o respetivo peso relativo (Gráfico C.8.9)⁴⁰. De acordo com as Estatísticas do Turismo divulgadas pelo INE, em 2016 o Algarve foi o destino preferencial dos turistas irlandeses (82,0% das dormidas de hóspedes vindos deste país), britânicos (66,2%) e dos Países Baixos (60,3%). As dormidas de turistas alemães repartiram-se pelo Algarve (35,2%) e Região Autónoma da Madeira (33,6%), enquanto os restantes principais mercados tiveram como principal escolha a região de Lisboa, com destaque para o Brasil (57,7%), Estados Unidos (54,0%) e Itália (53,2%).

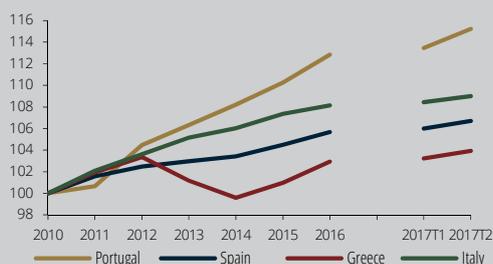
Finalmente importa referir que os preços dos alojamentos e da restauração – embora tenham permanecido contidos – têm registado aumentos superiores aos observados em outros países do Sul da Europa, sugerindo que o dinamismo elevado do turismo em Portugal não tem estado associado a um acréscimo da competitividade-preço no setor (Gráfico C.8.10)..

Gráfico C.8.9 • Distribuição regional das dormidas de não residentes | 2010=100



Fonte: INE.

Gráfico C.8.10 • Evolução dos preços do alojamento e restauração | 2010=100



Fontes: Eurostat e INE.

Caixa 9 | Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas de bens excluindo combustíveis na União Europeia

Esta caixa avalia o desempenho dos produtores portugueses nos mercados da União Europeia (UE) no período recente com base na variação da respetiva quota de mercado⁴¹. Nesta análise é importante ter em conta que a evolução da quota total é determinada pela capacidade dos produtores nacionais de competir efetivamente com as outras fontes de oferta em cada um dos mercados individuais produto/país, mas é igualmente influenciada pela concentração das exportações em produtos ou mercados geográficos com crescimentos diferentes da média. Para isolar estes fatores, recorreu-se à metodologia da quota de mercado constante⁴².

A variação da quota das exportações portuguesas de bens na UE – o **efeito total** – é obtida como a diferença entre a taxa de crescimento das exportações portuguesas de bens para a UE e a taxa de crescimento das importações totais de bens da UE. A metodologia de quota de mercado constante decompõe este efeito total em duas parcelas aditivas e interpretáveis: o efeito quota de mercado e o efeito estrutura combinada. O **efeito de quota de mercado** mede o impacto de alterações na quota em cada mercado individual (combinação país da UE/produto) e é calculado ponderando a diferença entre a taxa de crescimento das exportações portuguesas e a taxa de crescimento das importações, para cada mercado individual. Os ponderadores são o peso de cada mercado individual no total das exportações portuguesas para a UE, no período anterior. O **efeito estrutura combinada** avalia o efeito da especialização relativa das exportações portuguesas nos mercados individuais (combinando o efeito de estrutura geográfica com o efeito de estrutura por produto). A especialização relativa de Portugal é medida tendo em conta a diferença do peso de cada mercado individual no total das exportações portuguesas e no total das importações da UE. Esta especialização traduz-se num contributo positivo (negativo) para o efeito estrutura combinada se as importações desse mercado individual crescerem acima (abaixo) do crescimento médio das importações do total de mercados analisados.

A fonte da informação de comércio externo utilizada nesta caixa é o Eurostat. Os dados correspondem a valores nominais das exportações de bens excluindo combustíveis de Portugal para a UE e das importações totais de bens excluindo combustíveis dos países parceiros da UE, desagregados por 11 grupos de produtos definidos a partir dos capítulos da nomenclatura combinada (NC). São considerados assim 297 mercados individuais, por cruzamento país e produto. Como a análise utiliza dados nominais, os resultados são influenciados pelas variações cambiais e de preço, o que deve ser tido em conta na sua interpretação. A periodicidade mensal dos dados permitiu estender a análise ao primeiro semestre de 2017.

As exportações portuguesas de bens excluindo combustíveis para a UE cresceram, em 2016, acima das importações intracomunitárias, determinando ganhos de quota global, i.e. um efeito total positivo (Gráfico C.9.1). No primeiro semestre de 2017, o efeito total é positivo, ainda que menor que no período homólogo (1,5 pp), estando associado a uma aceleração mais marcada das importações comunitárias do que das exportações portuguesas.

A questão central desta caixa é a avaliação do efeito quota de mercado, dado que é o que reflete a competitividade revelada dos exportadores portugueses, ou seja, a sua capacidade de competir efetivamente com fornecedores de outros países em cada um dos mercados individuais considerados. O efeito quota de mercado é positivo desde 2010, com exceção dos anos de 2014 e 2015 (Gráfico C.9.2). Em 2016 e no primeiro semestre de 2017, o efeito quota de mercado ascendeu a 3,0 e 0,2 pp, respetivamente.

O Quadro C.9.1 apresenta o contributo de cada mercado individual para o efeito quota de mercado no ano de 2016 e no primeiro semestre de 2017⁴³. O quadro inclui igualmente os totais por produto e por destino geográfico da decomposição do efeito quota de mercado. As exportações portuguesas registaram ganhos efetivos de quota na maioria dos produtos em 2016. É de destacar o elevado contributo dos ganhos nas máquinas e aparelhos elétricos (1,7 pp) e, em menor grau, nos produtos químicos, plásticos e borracha (0,7 pp), que contrastam com as perdas de quota ao nível do material de transporte (contributo de -0,5 pp). No primeiro semestre de 2017, os ganhos de quota foram menores que em 2016, mas continua a salientar-se o contributo das máquinas e aparelhos elétricos (0,4 pp). O material de transporte mantém um contributo negativo (-0,5 pp).

Em termos de destinos geográficos, o maior contributo para o ganho efetivo de quota, em 2016, resultou da evolução das exportações portuguesas no mercado espanhol (1,3 pp) e foi extensivo a vários produtos. Adicionalmente, verificaram-se ganhos de quota nos mercados francês, britânico e italiano (de 0,6, 0,5 e 0,4 pp, respetivamente). No primeiro semestre de 2017, o maior contributo para o ganho de quota de mercado resultou do mercado francês (0,6 pp), enquanto o mercado espanhol teve um contributo negativo. Registaram-se ainda ganhos de quota de 0,3 pp no mercado holandês e de 0,2 pp no Reino Unido, Itália e Bélgica. Em 2016 e no primeiro semestre de 2017, os exportadores portugueses perderam quota de mercado na Alemanha, refletindo, em particular, a perda no mercado sectorial de material de transporte. Esta evolução estará relacionada com a reafecção dos destinos de exportação de uma empresa importante do setor automóvel, traduzida na orientação das exportações diretamente para o mercado chinês.

Os resultados mostram que as exportações portuguesas de bens excluindo combustíveis ganharam quota de mercado efetiva na UE em 2016 e no primeiro semestre de 2017, sugerindo uma melhoria da competitividade na maioria dos mercados produto/país nesta área geográfica. No período recente, foi retomada assim a tendência de ganhos efetivos de quota nos mercados produto/país intracomunitários observada desde 2010 e interrompida em 2014-15.

Gráfico C.9.1 • Taxas de variação homóloga das exportações portuguesas de bens excluindo combustíveis para a UE e das importações totais de bens excluindo combustíveis da UE e variação da quota de mercado (efeito total)

| Em percentagem e pontos percentuais



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico C.9.2 • Decomposição aritmética da variação nominal da quota das exportações portuguesas de bens excluindo combustíveis para a UE | Em pontos percentuais

| Em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Quadro C.9.1 • Decomposição do efeito quota de mercado numa amostra de 297 mercados individuais | Contributo de cada mercado individual país / produto em pontos percentuais

		2016									
Código NC	Descrição	Espanha	França	Alemanha	Reino Unido	Países Baixos	Itália	Bélgica	Polónia	Outros	Total
01-24	Agroalimentares, bebidas e tabaco	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
28-40	Químicos, plástico e borracha	0,4	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,7
44-49	Madeira, cortiça, pasta e papel	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
41-43; 50-59	Peles, couros e têxteis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
60-63	Vestuário e seus acessórios	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3
64-67	Calçado e chapéus	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
68-71	Pedras, gesso, cerâmica e vidro	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
25-26; 72-83	Minérios e metais comuns	0,2	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,6
84-85	Máquinas e aparelhos elétricos	0,3	0,2	0,3	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	1,7
86-89	Material de transporte	0,1	-0,2	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,5
90-99	Produtos diversos	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
	Total	1,3	0,6	-0,6	0,5	0,0	0,4	0,1	0,1	0,8	3,2

		1.º semestre 2017									
Código NC	Descrição	Espanha	França	Alemanha	Reino Unido	Países Baixos	Itália	Bélgica	Polónia	Outros	Total
01-24	Agroalimentares, bebidas e tabaco	-0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2
28-40	Químicos, plástico e borracha	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,1
44-49	Madeira, cortiça, pasta e papel	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
41-43; 50-59	Peles, couros e têxteis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
60-63	Vestuário e seus acessórios	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
64-67	Calçado e chapéus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
68-71	Pedras, gesso, cerâmica e vidro	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
25-26; 72-83	Minérios e metais comuns	0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
84-85	Máquinas e aparelhos elétricos	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
86-89	Material de transporte	-0,1	0,5	-0,7	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,5
90-99	Produtos diversos	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4
	Total	-0,8	0,6	-0,6	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2

Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

7. Preços

· Aceleração dos preços no consumidor no primeiro semestre de 2017

No primeiro semestre de 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 7.1). Este valor representa um aumento de 1 pp comparativamente ao ano anterior, e de 0,8 pp relativamente ao segundo semestre de 2016. O aumento da inflação surge num contexto de aumento das pressões internas e externas sobre os preços. Numa perspetiva mensal, a taxa de inflação atingiu um pico de 2,4% em abril, associada ao dinamismo do preço dos serviços, tendo posteriormente caído. A inflação na primeira metade de 2017 foi idêntica à observada na área do euro. As expectativas dos agentes económicos apontam para uma estabilização da inflação em torno de 1,5% para 2017, em linha com a média na área do euro.

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

O aumento da taxa de inflação verificado desde o ano passado assenta, por um lado, num maior crescimento dos custos unitários do trabalho e, por outro, numa aceleração dos preços de importação de bens não energéticos (Gráfico 7.1). A inflação em Portugal no primeiro semestre foi idêntica à observada na área do euro e as expectativas apontam para a manutenção desta concordância, o que reflete a importância da política monetária na ancoragem da dinâmica da inflação no conjunto dos países da união monetária (Gráfico 7.2). Estes traços são confirmados numa decomposição da evolução da inflação com base no modelo de previsão da inflação do Banco de Portugal (Gráfico 7.3). Esta decomposição permite também identificar o contributo positivo, ainda que temporário, da evolução do preço dos combustíveis no primeiro semestre de 2017⁴⁴.

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

	Pesos	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga		
		2016	2014	2015	2016	16 S1	16 S2
Total	100,0	-0,2	0,5	0,6	0,5	0,8	1,6
Total excluindo energéticos	91,7	0,0	0,8	0,9	0,8	0,9	1,3
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	81,4	0,2	0,7	0,8	0,9	0,7	1,1
Bens	57,7	-1,1	-0,1	0,0	-0,3	0,2	1,1
Alimentares	23,4	-0,7	1,5	0,8	0,5	1,2	2,0
Não Transformados	10,3	-2,1	1,9	1,6	0,8	2,4	2,8
Transformados	13,1	0,4	1,2	0,3	0,3	0,2	1,3
Industriais	34,3	-1,4	-1,3	-0,7	-0,9	-0,5	0,5
Não Energéticos	26,0	-1,4	-0,7	-0,3	0,0	-0,5	-0,7
Energéticos	8,3	-1,5	-3,7	-1,8	-3,3	-0,3	4,4
Serviços	42,3	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	2,2
<i>Por memória:</i>							
Contributo dos preços sujeitos a regulação (em pp)	-	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Contributo dos impostos (em pp)	-	0,1	0,2	-0,1	0,2	-0,4	-0,6
IPC	-	-0,3	0,5	0,6	0,5	0,7	1,4
IHPC – Área do euro	-	0,4	0,0	0,2	0,0	0,5	1,6

Fontes: Eurostat e INE.

Aceleração dos preços no consumidor na primeira metade de 2017 baseada na evolução dos serviços, mas com contributos igualmente positivos dos bens alimentares e energéticos

Em termos dos principais agregados do IHPC, os serviços apresentaram o maior contributo para o aumento da inflação na primeira metade de 2017. O preço dos serviços aumentou 2,2% no primeiro semestre de 2017 face ao período homólogo (Gráfico 7.4), valor que não era observado desde 2012 e que excede o registado na área de euro

em 0,8 pp. Neste âmbito, destaca-se o dinamismo do preço dos serviços de alojamento (contributo de 1 pp para a taxa de variação homóloga do IHPC no primeiro semestre de 2017) e dos restaurantes e cafés (contributo de 0,3 pp).

No seu conjunto, o preço dos bens alimentares contribuiu em 0,5 pp para a taxa de inflação no primeiro semestre de 2017. O preço dos bens alimentares não transformados aumentou 2,8% no primeiro semestre de 2017, o que compara com 0,8% em 2016. Por sua vez, o preço dos bens alimentares transformados aumentou 1,3% no referido período, 1 pp acima dos valores registados em 2016 e no período homólogo.

Gráfico 7.1 •
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: INE e Banco de Portugal.

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. Os dois últimos trimestres consistem numa estimativa para a qual foi utilizada informação da segurança social. O deflador das importações de bens não energéticos foi calculado com base em informação do INE.

Gráfico 7.2 •
Expetativas de inflação para o ano seguinte em Portugal e na área do euro | Em percentagem



Fonte: Consensus Economics.

O preço dos bens energéticos aumentou 4,4% no primeiro semestre de 2017 face ao período homólogo, num contexto de aumento do preço do petróleo, com especial incidência no primeiro trimestre do ano. Esta evolução representa um contributo para a taxa de inflação de 0,4 pp e contrasta com o observado no período entre 2013 e 2016, em que se registou uma queda do preço do petróleo. O aumento do preço dos bens energéticos assenta no acréscimo do preço dos combustíveis (contributo de 5,6 pp para a taxa de variação homóloga do IHPC no primeiro semestre de 2017), cuja dinâmica se encontra fortemente alicerçada no preço do petróleo (Gráficos 7.5 e 7.6). No caso do gasóleo, é de

destacar que a sua evolução foi igualmente afetada pelo aumento do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP) sobre este tipo de combustível ocorrido no início do ano. O acréscimo do preço dos combustíveis foi parcialmente contrabalançado com contributos negativos dos preços da eletricidade e do gás (com contributos de cerca de -0,5 e -0,6 pp, respetivamente).

Por último, o preço dos bens industriais não energéticos diminuiu 0,7% no primeiro semestre de 2017, uma queda mais expressiva face à registada em 2016 (-0,3%), e que contrasta com a virtual estabilização no período homólogo. Apesar da tendência de atenuação da queda de preços desta componente registada deste 2012, o seu

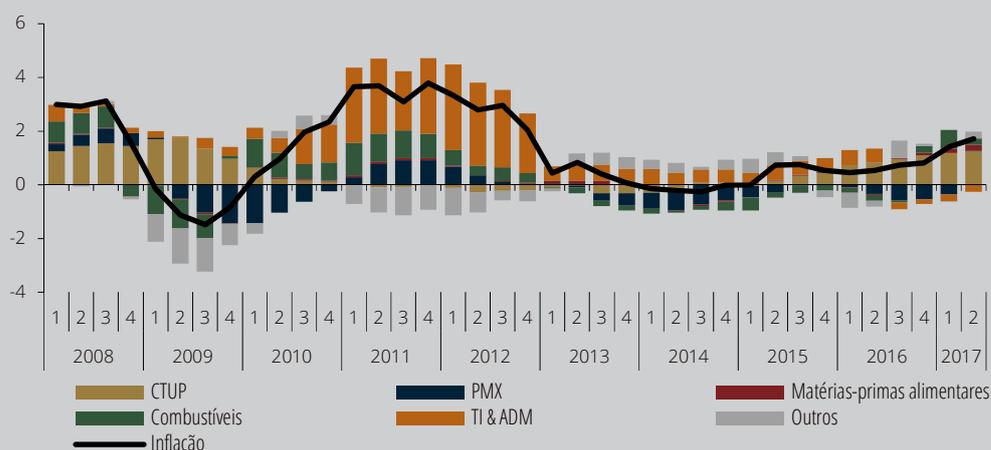


Gráfico 7.3 •
Desagregação da taxa de inflação com base no modelo MIMO | Contributos, em pontos percentuais

Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Notas: O gráfico decompõe a taxa de inflação homóloga 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 rubrica TI&ADM

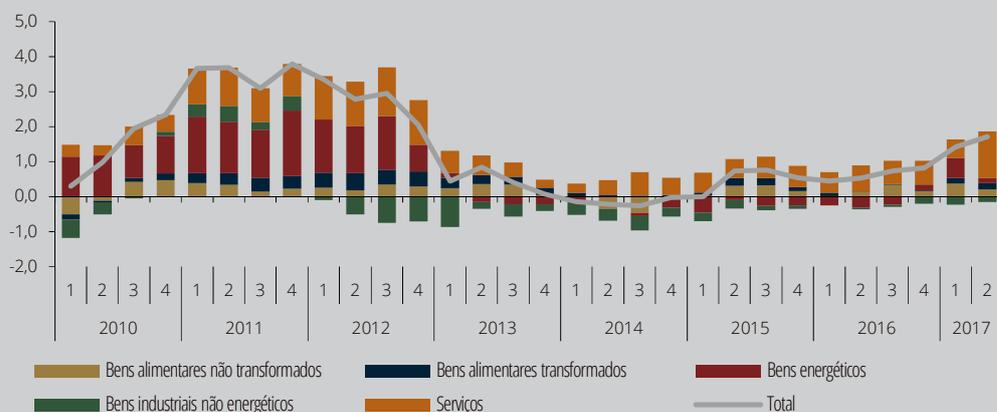


Gráfico 7.4 •
Taxa de variação homóloga do IHPC | Contributos, em pontos percentuais

Fonte: INE.

contributo para a taxa de inflação homóloga continua negativo, tendo sido de -0,2 pp no primeiro semestre de 2017.

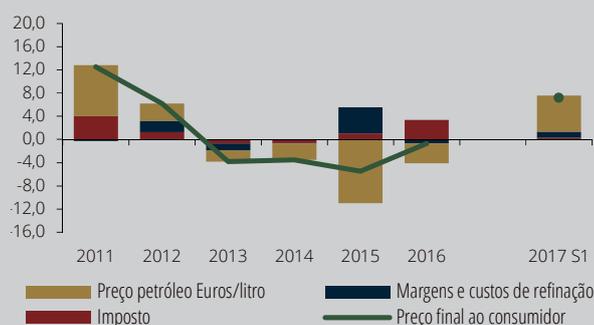
Diferencial virtualmente nulo entre a taxa de inflação de Portugal e da área do euro

Na área do euro, a taxa de inflação aumentou de 0,2% em 2016 para 1,6% na primeira metade de 2017. Neste semestre, o diferencial entre a inflação em Portugal e na área do euro foi nulo, em contraste com o diferencial positivo observado desde o início de 2015 (Gráfico 7.7). Embora o preço dos serviços tenha registado uma aceleração mais vincada em Portugal do que na área do euro, com um contributo para o diferencial de 0,3 pp, esta dinâmica foi compensada por uma variação inferior do preço dos bens industriais energéticos e não energéticos, com um contributo conjunto de -0,5 pp para aquele diferencial (Gráfico 7.8). É de enfatizar que o contributo positivo dos serviços e o contributo negativo dos bens industriais não energéticos para o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro estão em linha com o observado nos últimos anos. Por seu turno, o contributo dos bens energéticos contrasta com o verificado em anos anteriores, tendo infletido de positivo em 2015 e 2016 para negativo no primeiro semestre de 2017.

Crescimento do deflator do PIB inferior ao do deflator da procura interna, num contexto de deterioração dos termos de troca no primeiro semestre de 2017

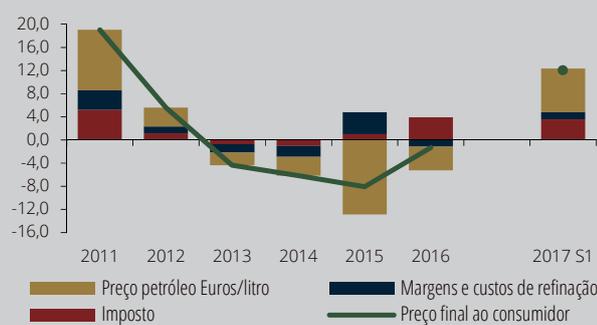
No primeiro semestre de 2017, o deflator do PIB registou uma taxa de variação homóloga inferior à do deflator da procura interna, invertendo a tendência verificada desde 2012 (Gráfico 7.9). Esta evolução é explicada pela recuperação do preço do petróleo, a qual assumiu especial relevo no primeiro trimestre de 2017 e contribuiu de forma significativa para a deterioração dos termos de troca. Uma vez que Portugal é um importador líquido de bens energéticos, o aumento do preço do petróleo contribuiu 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. No segundo trimestre de 2017, com o abrandamento do preço do petróleo relativamente ao período homólogo, a variação dos termos de troca foi aproximadamente nula, tal como havia sido observado na segunda metade de 2016.

Gráfico 7.5 • Variação do preço da gasolina | Contributos, em pontos percentuais



Fontes: BCE e Direção Geral de Energia e Geologia.

Gráfico 7.6 • Variação do preço do gasóleo | Contributos, em pontos percentuais



Fontes: BCE e Direção Geral de Energia e Geologia.



Gráfico 7.7 •
Inflação em Portugal e na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem

Fontes: Eurostat e INE.

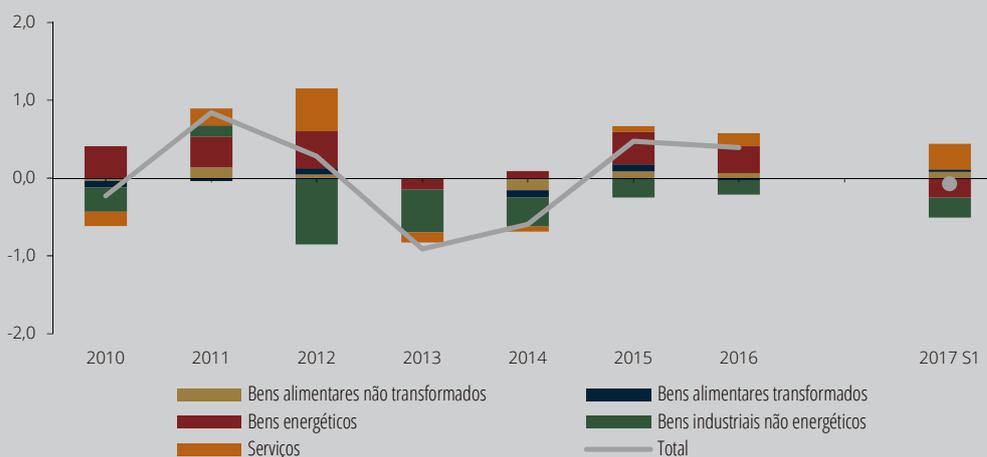


Gráfico 7.8 •
Diferencial de inflação entre Portugal e área do euro | Contributos, em pontos percentuais

Fontes: Eurostat e INE.

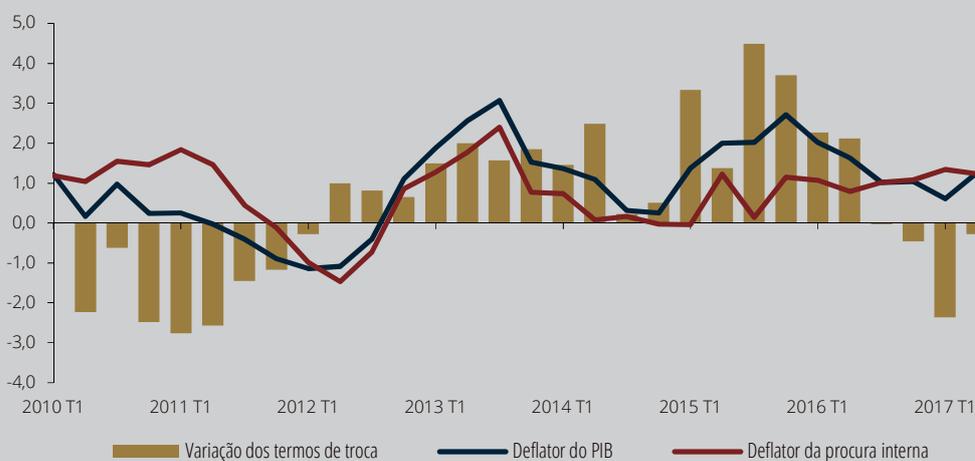


Gráfico 7.9 •
Deflator do PIB, deflator da procura interna e termos de troca | Taxa de variação homóloga, em percentagem

Fonte: INE.

8. Balança de Pagamentos

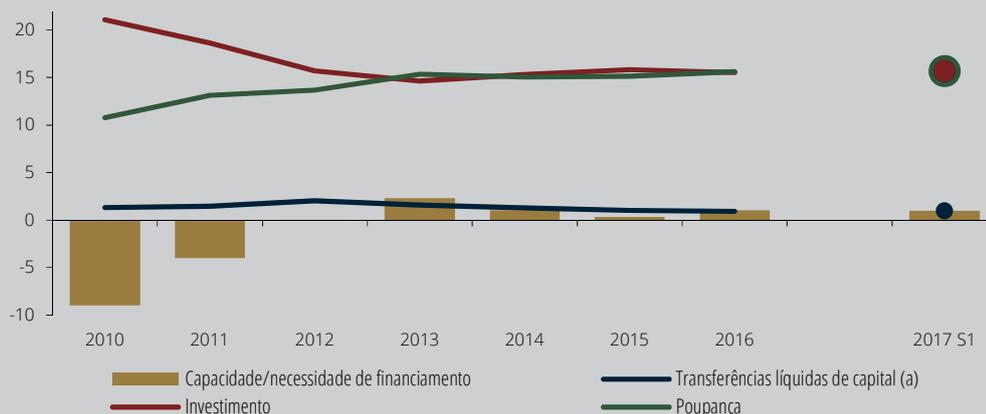
Manutenção da capacidade de financiamento da economia portuguesa no primeiro semestre de 2017

No primeiro semestre de 2017, a capacidade de financiamento da economia portuguesa foi de 1,0% do PIB, um valor idêntico ao do ano anterior (Gráfico 8.1). Este resultado continua a refletir a manutenção da poupança interna num nível próximo ao do investimento, tal como registado nos últimos anos.

Em termos setoriais, é de destacar a continuação da redução das necessidades de financiamento das administrações públicas, refletindo o aumento da poupança corrente e a estabilização do investimento deste setor (Gráfico 8.2).

O setor privado não financeiro reduziu a capacidade de financiamento (0,1% do PIB face a 1,2% do PIB em 2016), refletindo o aumento do investimento e a redução da poupança (Gráfico 8.3). Este resultado refletiu a diminuição da capacidade de financiamento dos particulares e o agravamento da necessidade de financiamento das sociedades não financeiras. No caso dos

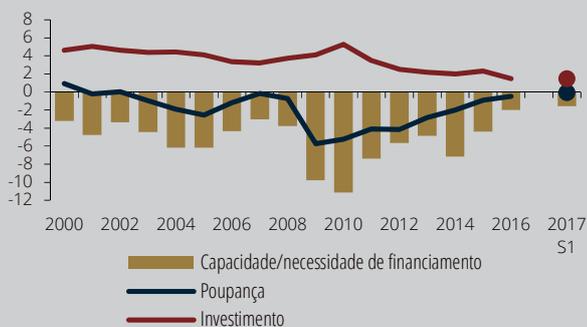
Gráfico 8.1 •
Capacidade/
necessidade de
financiamento da
economia
| Em percentagem
do PIB



Fonte: INE.

Nota: Os valores para 2017 S1 referem-se ao ano acabado no trimestre. (a) Inclui a aquisição líquida de cessões de ativos não produzidos.

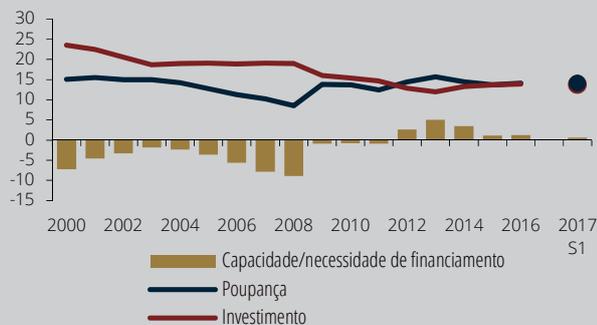
Gráfico 8.2 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia – administrações públicas | Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Nota: Os valores para 2017 S1 referem-se ao ano acabado no trimestre.

Gráfico 8.3 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia – setor privado não financeiro | Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Nota: Os valores para 2017 S1 referem-se ao ano acabado no trimestre.

particulares, esta evolução refletiu essencialmente a redução da poupança com o investimento a aumentar marginalmente (Gráfico 8.4). Em contraste, no setor das sociedades não financeiras a redução da poupança e o aumento do investimento ocorreram com magnitudes semelhantes (Gráfico 8.5)

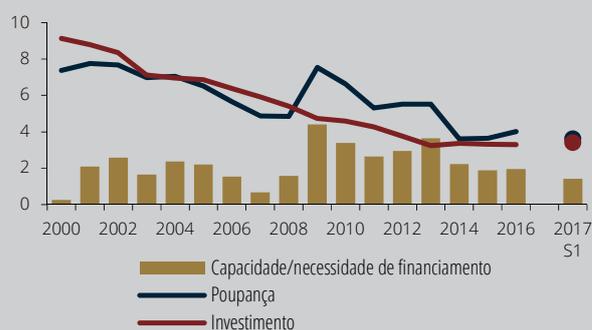
No primeiro semestre de 2017, a balança corrente e de capital registou um défice de 0,7% do PIB, superior em 0,3 pp ao défice do período homólogo (Quadro 8.1).

Deterioração do saldo da balança de bens e melhoria do saldo da balança de serviços

O agravamento do défice da balança corrente e de capital decorreu essencialmente da evolução da balança de bens (défice de -5,7% do PIB no primeiro semestre de 2017 face a -4,5% do PIB no primeiro semestre de 2016). Em sentido contrário, as balanças de serviços, rendimento secundário e de capital aumentaram os respetivos excedentes (Gráfico 8.6).

Ambas as componentes da balança de bens, energética e não energética, contribuíram para a deterioração do saldo da balança de bens (Gráfico 8.7). A componente de bens não energéticos agravou o saldo, em termos homólogos, em -0,9 pp do PIB, após uma variação de -0,5 pp do PIB em 2016.

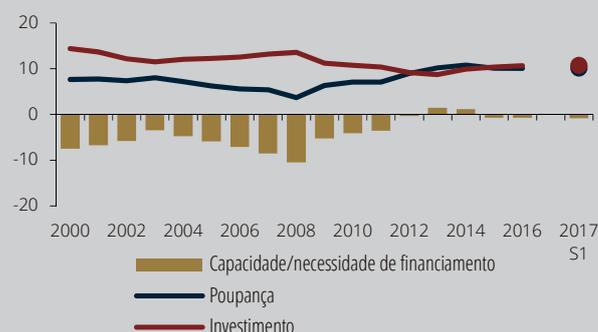
Gráfico 8.4 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia – particulares
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Nota: Os valores para 2017 S1 referem-se ao ano acabado no trimestre.

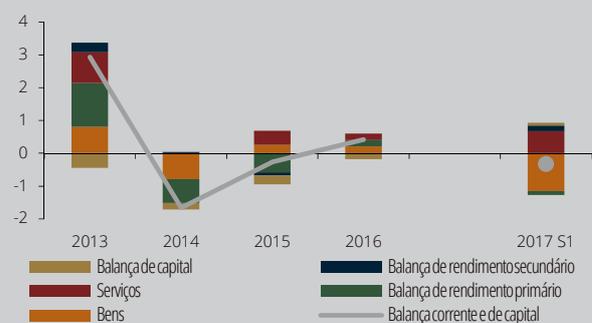
Gráfico 8.5 • Capacidade/necessidade de financiamento da economia – sociedades não financeiras
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Nota: Os valores para 2017 S1 referem-se ao ano acabado no trimestre.

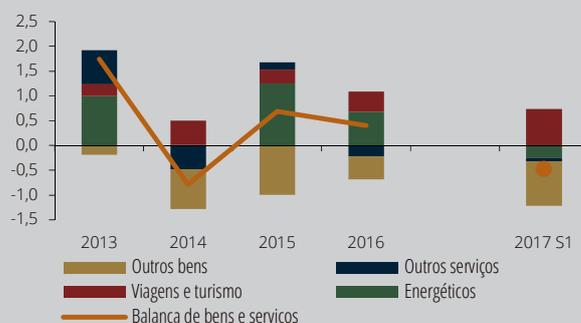
Gráfico 8.6 • Decomposição da variação do saldo da balança corrente e de capital
| Em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: A variação em 2017 S1 é face ao semestre homólogo.

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: A variação em 2017 S1 é face ao semestre homólogo.

Quadro 8.1 • Balança corrente e de capital | Saldos em percentagem do PIB

	2013	2014	2015	2016	2016 S1	2017 S1
Balança corrente e balança de capital	3,2	1,6	1,3	1,7	-0,4	-0,7
Balança corrente	1,6	0,1	0,1	0,7	-1,1	-1,5
Balança de bens e serviços	1,9	1,1	1,8	2,2	1,2	0,8
Bens	-4,7	-5,5	-5,2	-5,0	-4,5	-5,7
Serviços	6,6	6,6	7,0	7,2	5,8	6,4
<i>dos quais:</i>						
Viagens e turismo	3,6	4,1	4,4	4,8	3,5	4,2
Balança de rendimento primário	-1,2	-1,9	-2,5	-2,3	-3,1	-3,2
Balança de rendimento secundário	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	1,0
<i>do qual:</i>						
Remessas de emigrantes / imigrantes	1,4	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6
Balança de capital	1,6	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8
Balança financeira	3,2	1,8	1,3	1,7	-0,4	-0,2
Erros e omissões	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Por outro lado, a balança de bens energéticos, que tinha dado o maior contributo para a melhoria do saldo da balança de bens em 2015 e 2016, registou, no primeiro semestre de 2017, um contributo negativo, de -0,3 pp do PIB, para a variação do saldo da balança de bens.

Detalhando a evolução do saldo da balança de serviços destaca-se o contributo positivo da rubrica de viagens e turismo.

Esta evolução do saldo da balança de bens e serviços reflete uma deterioração dos termos de troca, ao contrário do que sucedeu nos últimos anos (Gráfico 8.8). O contributo das exportações líquidas, em termos de volume, foi positivo e superior ao registado em 2016.

Aumento dos fluxos financeiros com o exterior no primeiro semestre de 2017

Em termos da balança financeira, assistiu-se no primeiro semestre de 2017 a uma aquisição líquida de ativos financeiros de 10,9% do PIB. Este valor é muito superior ao do período homólogo (1,1% do PIB) (Gráfico 8.9). Este aumento deveu-se principalmente ao perfil de investimentos do Banco de Portugal e das instituições financeiras não monetárias (IFNM) (Gráfico 8.10).

No caso do Banco de Portugal decorreu um aumento das aquisições de títulos de dívida emitidos por entidades supranacionais, no contexto do programa de compra de ativos do Eurosistema. As IFNM, por seu lado, voltaram a adquirir ativos externos, enquanto no período homólogo 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.

Por outro lado, a obtenção de fundos por parte dos agentes económicos residentes junto de entidades não residentes também aumentou significativamente (Gráficos 8.9 e 8.11). No primeiro semestre de 2017 representou 11,1% do PIB, o que compara com 1,5% do PIB no período homólogo.

No primeiro semestre de 2016 registou-se uma redução muito acentuada dos passivos externos das administrações públicas (AP), quer por ter ocorrido a amortização antecipada de empréstimos do FMI quer pelas aquisições de dívida pública portuguesa na posse de não residentes pelo Banco de Portugal, no âmbito do programa de compra de ativos do Eurosistema. Em 2017, embora prosseguindo a redução

de passivos externos das AP, esta foi de dimensão muito inferior, nomeadamente devido à redução na aquisição de títulos de dívida pública pelo Banco de Portugal. O aumento de passivos externos do Banco de Portugal continuou a refletir as responsabilidades do sistema Target. Outro dos setores que obteve financiamento junto dos não residentes foi o das sociedades não financeiras (SNF). Este financiamento foi diversificado, traduzindo-se em capital, títulos de dívida e créditos comerciais. No que se refere

aos títulos de dívida, a captação de fundos foi mais diversificada que no período ao homólogo, durante o qual tinha tido maior expressão a aquisição de dívida por parte de empresas de investimento direto (Gráfico 8.12). Para esta rubrica em particular, o financiamento às sociedades não financeiras foi maioritariamente feito através de capital. Refira-se ainda que as operações de aquisição de imobiliário, por parte de não residentes, continuam a ter uma expressão significativa.

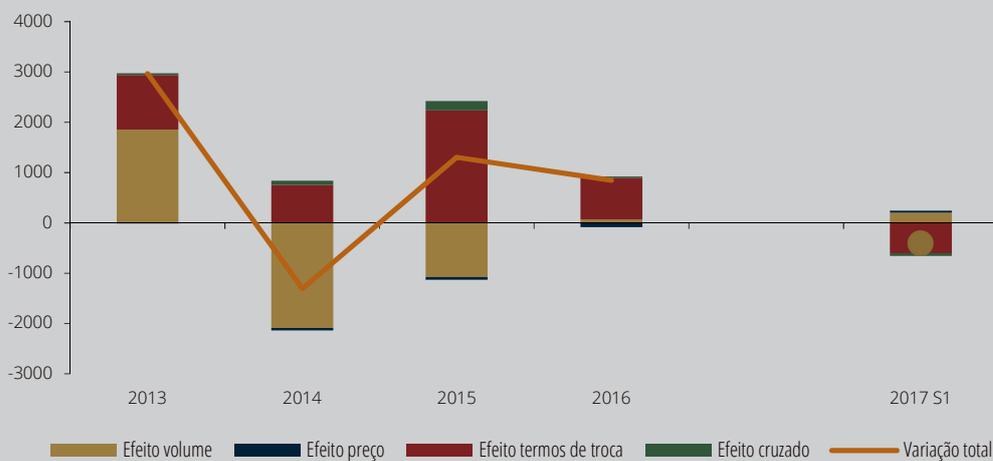


Gráfico 8.8 •
Decomposição da variação do saldo da balança de bens e serviços | Em milhões de euros

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: A variação em 2017 S1 é face ao semestre homólogo.

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

Deterioração da posição de investimento internacional decorrente da descida das taxas de juros das obrigações do Tesouro portuguesas

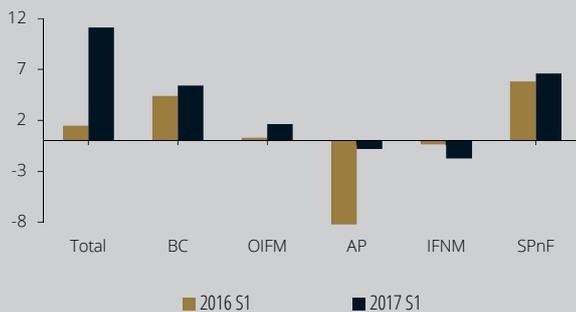
A posição de investimento internacional (PII) cifrou-se em -105,1% do PIB no primeiro semestre de 2017. No final de 2016 este valor era de -104,8% do PIB (Gráfico 8.13).

O maior contributo para esta evolução foi dado pelas variações de preço dos instrumentos financeiros,

nomeadamente a 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. Em menor grau, também se registaram valorizações dos passivos das SNF e das OIFM. As variações cambiais agravaram o saldo da PII em 0,7% do PIB, em virtude das desvalorizações registadas sobretudo na carteira das SNF e do Banco de Portugal. As transações (balança financeira) contribuíram marginalmente para esta evolução (-0,1% do PIB).

Em sentido contrário, o aumento do PIB, em termos nominais, permitiu uma redução do rácio da PII em percentagem do PIB de 1,9 pp.

Gráfico 8.11 • Variação líquida de passivos ⁽²⁾
| Em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

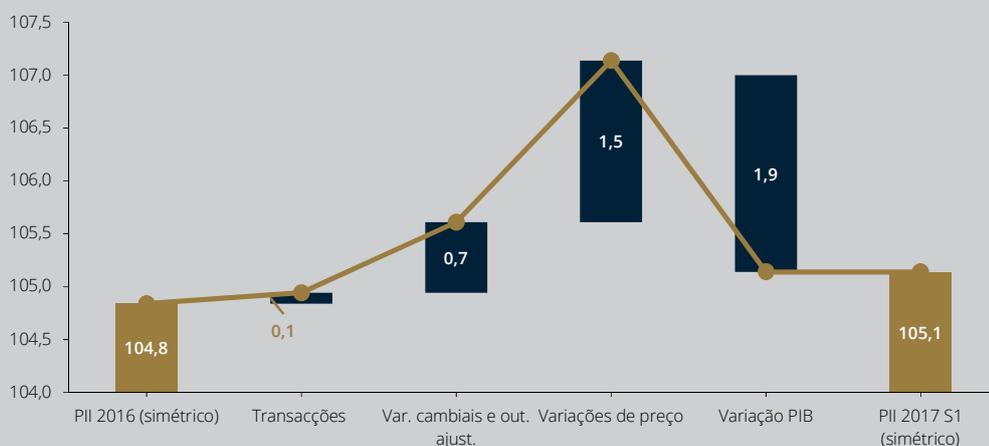
Gráfico 8.12 • Transações de investimento direto do exterior nas sociedades não financeiras
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Estes dados correspondem à informação relativa ao Investimento direto do exterior em Portugal, de acordo com o princípio direcional. Isto é, são consideradas todas as transações com os não residentes relativas a empresas de investimento direto residentes, independentemente de constituírem um ativo ou um passivo destas entidades.

Gráfico 8.13 • Variação da posição de investimento internacional
| Em percentagem do PIB

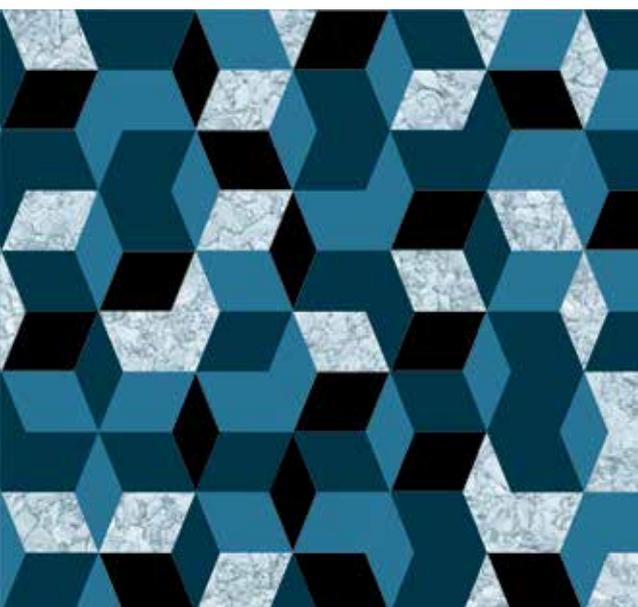


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas

1. As contas nacionais da área do euro em 2016 e 2017 foram distorcidas por um comportamento errático das contas nacionais irlandesas, devido à transferência de propriedade intelectual de multinacionais americanas para este país. A análise exclui a Irlanda e foca-se na tendência da área do euro sem estes efeitos.
2. O valor facial dos títulos de crédito hipotecário diminui ao longo do tempo, dado que o capital em dívida não é em geral pago num único momento, mas vai sendo amortizado gradualmente, em conjunto com o pagamento dos juros, nos pagamentos periódicos agendados contratualmente.
3. A estratégia adotada foi definida detalhadamente em setembro 2014 (veja-se *Policy Normalization Principles and Plans*, Reserva Federal) e foi atualizada posteriormente em março de 2015 e junho de 2017.
4. A facilidade O/N RRP está disponível para um conjunto amplo de participantes nos mercados *overnight*, incluindo as *government-sponsored enterprises*, fundos do mercado monetários e também bancos.
5. Os reinvestimentos dos montantes respeitantes a títulos que atingem a maturidade ou cuja dívida é objeto de amortização deverão ocorrer apenas se excederem certos limites crescentes. Estes limites deverão começar num certo montante por mês (6 mil milhões de USD para os títulos do tesouro e 4 mil milhões de USD para *agency debt* e títulos de crédito hipotecário), aumentar no mesmo montante de três em três meses durante um ano e manter-se nos níveis máximos atingidos (respetivamente, 30 e 20 mil milhões de USD) até a normalização do balanço terminar. No longo prazo, de forma a minimizar os efeitos dos ativos no balanço na afetação de crédito entre setores na economia, o FOMC prevê que os ativos no balanço da Reserva Federal deverão ser essencialmente títulos do tesouro e admite que possa proceder de forma limitada a vendas de títulos de crédito hipotecário para reduzir ou eliminar os títulos remanescentes.
6. Tudo o resto constante, um aumento das outras responsabilidades deverá implicar uma diminuição da quantidade de reservas oferecidas.
7. Quarto trimestre de 2019 para um passivo maior, terceiro trimestre de 2021 para um passivo mediano e segundo trimestre de 2023 para um passivo menor.
8. Veja-se, por exemplo, IMF (2017), *Global Financial Stability Report April 2017*, Capítulo 1.
9. Inicialmente, a taxa de juro aplicada às ORPAD-I consistia na taxa das operações principais de refinanciamento vigente no momento da colocação mais um *spread* de 10 p.b. Este *spread* foi removido em janeiro de 2015 para as restantes seis operações a serem conduzidas.
10. Para mais detalhes sobre as condições aplicáveis veja-se a caixa "Medidas recentes de política monetária não convencional" do *Boletim Económico* de dezembro de 2014.
11. Estes indicadores foram apenas calculados até julho de 2016, porque são necessários 12 meses entre a data da consulta e o estabelecimento de uma relação de crédito na CRC.
12. De acordo com a média dos resultados do *Survey on the access to finance of enterprises* (SAFE), realizado pelo Banco Central Europeu, para o período 2011-2016, das pequenas e médias empresas portuguesas que pediram empréstimos bancários nos 6 meses anteriores à realização do inquérito, 57% responderam ter recebido a totalidade do montante requisitado.
13. A CRC abrange os empréstimos concedidos pelas instituições de crédito residentes (bancos, caixas económicas, caixas de crédito agrícola mútuas, 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).
14. Note-se que a saída das empresas 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.
15. A Caixa 5 do *Boletim Económico* de junho de 2017 detalha as regras orçamentais europeias aplicáveis a Portugal no atual contexto.
16. Uma pequena parte da receita relativa à recuperação da garantia do BPP, classificada como medida temporária, foi registada no primeiro semestre. Contudo, para o saldo do primeiro semestre não se apresentam os valores corrigidos deste efeito, na medida em que o impacto é inferior a 0,1% do PIB.
17. Ver nota de rodapé 3 do Destaques do INE de 22 de setembro de 2017 relativo às contas nacionais trimestrais por setor institucional.
18. Para maior detalhe relativamente ao impacto de medidas temporárias considerado pelo Banco de Portugal, veja-se o capítulo 4 do *Boletim Económico* de maio de 2017 e a Caixa 4 do *Boletim Económico* de junho de 2017.
19. Estas medidas incluem a reposição dos salários em 2016, a eliminação da sobretaxa em 2017 e o aumento extraordinário de pensões em agosto de 2017, que têm um impacto considerável no padrão intra-anual esperado para estas rubricas.
20. De acordo com o Pacto de Estabilidade e Crescimento, a convergência mínima para o objetivo de médio prazo para um país no braço preventivo em condições cíclicas normais e com um rácio da dívida superior a 60% é de uma melhoria estrutural superior a 0,5 pp.
21. Enquanto em 2016 a totalidade das prestações relativas ao subsídio de Natal ou equivalente foram pagas em duodécimos, em 2017 metade destas prestações será paga apenas no mês de novembro (dezembro no caso dos pensionistas da segurança social), mantendo-se o pagamento do remanescente em duodécimos.
22. Para maior detalhe relativamente à política de cativações entre 2009 e 2017 ver a informação técnica da Unidade Técnica de Apoio Orçamental nº24/2017.
23. Mesmo excluindo os efeitos associados à venda de material militar, que abatem à despesa de investimento e foram mais significativos em 2016 do que em 2017, a taxa de variação implícita ao PE 2017-21 é de 31,4%.
24. Este indicador aumentou de 120,9% no final de 2016, para 121,6% em finais de junho de 2017.
25. Note-se que o objetivo para o rácio da dívida foi revisto na segunda notificação do PDE de 127,9% para 127,7%, por efeito denominador.
26. Para uma breve descrição das regras definidas no âmbito do braço preventivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento, ver Caixa 5 do *Boletim Económico* de junho de 2017.
27. A apresentação a investidores do IGCP, divulgada a 8 de setembro de 2017, prevê a utilização de 2,8 mil milhões de € de depósitos em 2017 o que seria compatível com uma redução superior a 5 mil milhões de € no segundo semestre.
28. De referir que a informação detalhada relativamente à estratégia de financiamento é divulgada pelo IGCP e refere-se à dívida direta do Estado, não incluindo o financiamento da dívida de outros subsectores das administrações públicas que assume, contudo, um peso residual.

29. A divisão entre bens e serviços transacionáveis e não transacionáveis apresentada nesta caixa foi realizada com base na abordagem da AMECO (veja-se, por exemplo, *ECs Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 12 No 4; 2013). Assim, o chamado setor transacionável inclui a agricultura, silvicultura e pescas, a indústria transformadora e os serviços transacionáveis (comércio, alojamento, restauração, transportes e as atividades de comunicação e informação). Por outro lado, o setor não transacionável inclui a administração pública, a construção, o setor energético, as atividades financeiras e imobiliárias e os restantes serviços.
30. Segundo o SEC 2010, nas situações em que as famílias são detentoras do alojamento que ocupam, há que estimar um valor de mercado para a renda desse alojamento – designada “renda imputada” – com base na renda de habitações similares que se encontrem efetivamente arrendadas. Em termos conceituais, as rendas imputadas correspondem ao rendimento associado ao ativo que as famílias detêm sob a forma de habitações próprias e podem ser vistas como a contrapartida pelos serviços que este ativo proporciona. Na ótica da produção, o valor estimado para estes serviços é incorporado no PIB como uma componente do valor acrescentado do ramo de atividade relativo às atividades imobiliárias. Esta contabilização resulta num valor extremamente elevado do VAB neste sector e, por conseguinte, da respetiva produtividade por trabalhador. Neste contexto, nesta caixa optou-se por também apresentar os cálculos dos contributos setoriais para o crescimento do VAB por trabalhador excluindo não só as administrações públicas como igualmente as atividades imobiliárias.
31. Entre 2000 e 2014, o emprego na construção registou uma redução de 53,4%.
32. Avaliado em níveis, o PIB no ano terminado em 2017T2 ascendeu a 188,7 mil milhões de €, o que compara com um VAB de 163,9 mil milhões de € no mesmo período.
33. São incluídas as divisões NACE B a N, excluindo portanto os setores da agricultura, administração pública, educação e saúde, entre outros. As empresas incluídas no setor institucional das administrações públicas são também excluídas, com exceção dos serviços municipalizados. Este inquérito é harmonizado com o divulgado pela Comissão Europeia no contexto dos indicadores de sentimento económico, sendo o âmbito deste último mais restrito, nos setores de atividade e no período de inquirição considerado.
34. São excluídas empresas com menos de 4 pessoas ao serviço ou com volume de negócios inferior a 125 mil euros e empresas que têm simultaneamente menos de 10 pessoas ao serviço e volume de negócios inferior a 500 mil euros.
35. “Evidência microeconómica das decisões de investimento das empresas”, *Boletim Económico* de Outubro de 2016.
36. Uma análise dos fatores limitativos presentes nas empresas (sem definir qual o principal) mantém a hierarquia de importância dos referidos nesta caixa. Neste caso, a percentagem de empresas a reportar os tipos de limitação mais mencionados manteve-se relativamente inalterada até 2016, quando se observou uma redução.
37. Ver tema em destaque “Dinâmica de poupança e investimento das empresas portuguesas”, *Boletim Económico*, Junho de 2017.
38. Este índice sintetiza a avaliação que é realizada em catorze dimensões relevantes para a competitividade do setor turístico: ambiente empresarial (Portugal ocupa o 54.º lugar), segurança (11.º), saúde e higiene (27.º), recursos humanos (27.º), tecnologias de informação e comunicação (41.º), importância dada ao turismo (14.º), abertura ao exterior (22.º), competitividade dos preços (73.º), regulamentação ambiental (47.º), infraestruturas para o transporte aéreo (31.º), infraestruturas para o transporte rodoviários, ferroviários e marítimos (39.º), infraestruturas de apoio ao turismo (4.º), recursos naturais (38.º) e recursos culturais e de lazer (18.º).
39. Em termos nominais, o peso das exportações de serviços de turismo no PIB era de 6,3% em 2016. Em Espanha, na Grécia e em Itália, este valor era de, respetivamente, 4,9%, 7,5% e 2,2%.
40. Para o crescimento significativo do número de dormidas nos primeiros seis meses de 2017 contribuiu em grande medida o dinamismo das dormidas na região metropolitana de Lisboa, com um crescimento de 15,1% (contributo de 4 pp para o crescimento de 11,6%), seguido da região do Algarve (crescimento de 9,4% e contributo de 3,4 pp).
41. A disponibilidade de dados implica que a análise apenas abrange a componente intracomunitária das exportações portuguesas. Em 2016, o mercado dos 27 Estados-Membros da UE representava 75% do total das exportações nacionais de bens.
42. Para detalhes sobre a metodologia de análise de quota de mercado constante utilizada, ver Amador, J. e Cabral, S. (2008), “O desempenho das exportações portuguesas em perspetiva: uma análise de quota de mercado constante”, *Boletim Económico*, Banco de Portugal, outono 2008.
43. Para uma análise detalhada comparável do efeito quota de mercado para os períodos 2013-2015 e 2011-2012 ver *Boletim Económico*, maio de 2015, Caixa 5.2 “Quotas de mercado das exportações portuguesas de bens no período recente: uma análise numa amostra de mercados de exportação” e Relatório Anual de 2012, Caixa 5.1 “Quotas de mercado das exportações portuguesas em 2012: uma análise numa amostra de mercados de exportação”. Ressalve-se, contudo, que a amostra de destinos geográficos de exportação considerada nesta caixa (países intracomunitários) difere da usada nessas outras análises (onde foram considerados dez dos principais destinos geográficos das exportações portuguesas, nomeadamente Espanha, Alemanha, França, Reino Unido, Países Baixos, Estados Unidos, Itália, Bélgica, China e Brasil).
44. Em sentido oposto, a descida do escalão do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) aplicado à restauração na segunda metade de 2016 gerou um contributo negativo da rubrica de tributação indireta para a taxa de inflação homóloga, dado que se assume uma transmissão integral das alterações de tributação indireta nos preços no consumidor. Este facto terá gerado uma contrapartida na rubrica Outros – que engloba fatores remanescentes não identificados que tenham contribuído para a evolução da inflação – uma vez que os restaurantes e cafés não refletiram plenamente a descida do escalão do IVA nos preços praticados.



Projeções para a economia portuguesa em 2017

Projeções para a economia portuguesa em 2017

Continuação do processo de recuperação da economia portuguesa

De acordo com as projeções elaboradas pelo Banco de Portugal, o processo de recuperação da economia portuguesa prossegue em 2017, com o PIB a crescer 2,5%, após um aumento de 1,5% em 2016 (Quadro 1). O crescimento em 2017 é 0,3 pp superior ao atualmente projetado para a área do euro¹, interrompendo a tendência de divergência real verificada desde o início da década de 2000 (Gráfico 1). O nível do PIB em 2017 é 1,5% inferior ao de 2008, que corresponde ao nível observado antes da recessão associada à mais recente crise financeira internacional (Gráfico 2).

A projeção para 2017 engloba a informação disponível até 22 de setembro, assim como o conjunto de hipóteses de enquadramento consistente com o exercício de projeção do BCE (Caixa 1

deste artigo de projeções). O enquadramento internacional da economia portuguesa continua a ser muito favorável, com a procura externa a acelerar face a 2016, crescendo acima de 4%. O enquadramento monetário e financeiro é igualmente benigno, mantendo-se a orientação acomodatória da política monetária da área do euro e a melhoria das condições de financiamento dos agentes económicos.

A atual recuperação económica assenta num maior dinamismo da FBCF, cujo crescimento projetado para 2017 é de 8%, e na reorientação de recursos produtivos para setores mais expostos à concorrência internacional, com as exportações de bens e serviços a crescerem aproximadamente 7% em 2017, situando-se cerca de 44% acima do valor observado em 2008 (Gráfico 2). A crescente internacionalização da economia portuguesa está a ser acompanhada pela manutenção de um excedente da balança corrente e de capital, que se deverá situar em 1,8% do PIB em 2017.

Quadro 1 • Projeções do Banco de Portugal para 2017 | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2016	BE outubro 2017		BE junho 2017	
		2016	2017 ^(p)	2016	2017 ^(p)
Produto interno bruto	100,0	1,5	2,5	1,4	2,5
Consumo privado	65,5	2,1	1,9	2,3	2,3
Consumo público	18,0	0,6	0,3	0,5	0,4
Formação bruta de capital fixo	15,3	1,6	8,0	-0,1	8,8
Procura interna	99,1	1,6	2,5	1,5	2,6
Exportações	39,9	4,1	7,1	4,4	9,6
Importações	39,0	4,1	6,9	4,4	9,5
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em pp) ^(a)					
Procura interna		0,6	1,0	0,5	0,7
Exportações		0,9	1,5	0,9	1,8
Emprego ^(b)		1,6	3,1	1,6	2,4
Taxa de desemprego		11,1	9,0	11,1	9,4
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,7	1,8	1,7	2,1
Balança de bens e serviços (% PIB)		2,2	1,7	2,2	2,0
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,6	1,6	0,6	1,6

Fontes: Banco de Portugal e INE.

Notas: (p) – projetado, pp – pontos percentuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa “O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal”, *Boletim Económico* de junho de 2014. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

O crescimento projetado para o consumo privado é inferior ao do PIB, num quadro de melhoria no mercado de trabalho – com a aceleração pronunciada do emprego, redução da taxa de desemprego e ligeiro aumento da população ativa – e de níveis elevados de confiança, que se mantém condicionado pelo crescimento fraco dos salários reais e pela continuação do processo de redução do endividamento das famílias (Capítulo 3 do presente *Boletim Económico*).

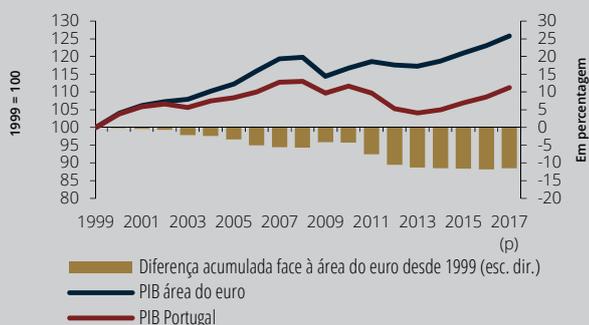
Após o crescimento de 2,9% no primeiro semestre, o PIB deverá desacelerar no segundo semestre de 2017 (Gráfico 3). Esta desaceleração reflete essencialmente o desempenho das exportações. Após os elevados ganhos de quota de mercado das exportações registados no segundo semestre de 2016 e no primeiro semestre de 2017, antecipa-se um ligeiro ganho de quota no segundo semestre de 2017 (Gráfico 4)². Ao longo de 2017, as exportações continuam a ter um contributo para o crescimento homólogo do PIB (líquido dos respetivos conteúdos importados) superior ao da procura interna, cujo contributo se mantém relativamente estável em termos intra-anuais.

O conjunto de informação disponível para 2017 confirma globalmente o cenário traçado no *Boletim Económico* de junho. O crescimento do PIB mantém-se inalterado face ao anterior exercício de projeção, com a revisão em alta do contributo da procura interna para o crescimento do PIB (líquido dos respetivos conteúdos importados) a compensar a revisão em baixa do contributo das exportações (Quadro 1). Estas revisões estão, em parte, associadas à incorporação das Contas Nacionais Trimestrais para o segundo trimestre de 2017.

Recomposição da procura interna, com maior dinamismo do investimento

O contributo da procura interna para o crescimento do PIB em 2017 (líquido dos respetivos conteúdos importados) é aproximadamente o dobro do registado em 2016, mantendo-se, contudo, inferior ao das exportações (Gráfico 3). O aumento do contributo da procura interna reflete um forte crescimento da FBCF e uma ligeira desaceleração do consumo privado.

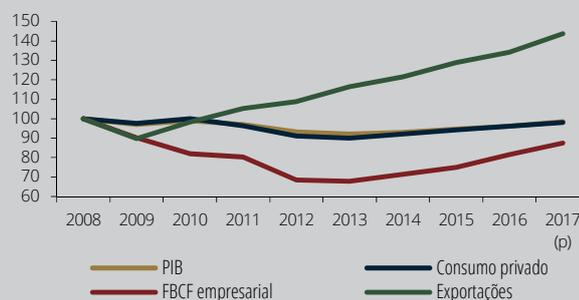
Gráfico 1 • Evolução do PIB em Portugal e na área do euro (preços constantes)



Fontes: Banco de Portugal, BCE e INE.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 2 • PIB e principais componentes (preços constantes) | Índice, 2008=100



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Nota: (p) – projetado.

A desaceleração do consumo privado em 2017 traduz essencialmente a evolução do consumo de bens duradouros. Após o elevado crescimento no passado recente, associado em parte à concretização de decisões de consumo adiadas no período da crise, antevê-se que o consumo de bens duradouros, nomeadamente de veículos automóveis, desacelere significativamente em 2017. Apesar da sua recuperação, o nível do *stock* de bens duradouros implícito na atual projeção situa-se em níveis claramente inferiores aos observados antes da crise financeira internacional³.

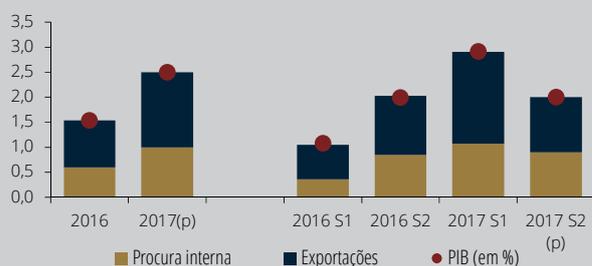
Por seu turno, o consumo corrente acelera em 2017, num quadro de aceleração do rendimento disponível real e de manutenção de uma política monetária acomodatória, com a confiança dos consumidores a permanecer em níveis historicamente elevados. O crescimento do rendimento disponível real conjuga um aumento pronunciado do emprego com um dinamismo fraco dos salários reais.

Relativamente à FBCF, projeta-se um crescimento de 8% em 2017, após o aumento de 1,6% em 2016. A aceleração da FBCF reflete essencialmente a evolução da componente pública

(Caixa 1 deste artigo de projeções) e da FBCF em habitação, com a FBCF empresarial a manter um crescimento forte, à semelhança do observado em 2016. O aumento do investimento mantém-se condicionado pelo elevado nível de endividamento da economia portuguesa, sendo compatível com a continuação do processo de redução da dívida das empresas e das famílias.

Em 2017 a FBCF em habitação cresce significativamente acima do PIB, após ter diminuído de forma quase ininterrupta desde o início da década de 2000, em resultado do processo de reestruturação do setor. O crescimento da FBCF em habitação está associado à melhoria da situação no mercado de trabalho e à manutenção do acesso a financiamento com taxas de juro historicamente baixas, antecipando-se um aumento dos novos empréstimos para a compra de habitação em 2017 (Capítulo 3 do presente *Boletim Económico*). Este tipo de investimento tem-se tornado mais apelativo, refletindo o aumento da sua taxa de rentabilidade relativamente a outros investimentos de longo prazo, nomeadamente de menor risco. A tendência mais recente de reafecção da carteira de investimento que se verifica à escala europeia,

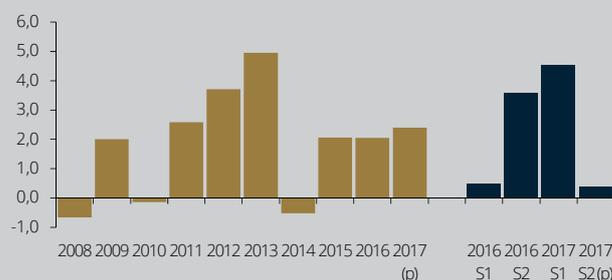
Gráfico 3 • Contributos líquidos para o crescimento real do PIB | Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE.

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

Gráfico 4 • Quota de mercado das exportações de bens e serviços | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal, BCE e INE.

Nota: (p) – projetado.

juntamente com a existência de outros incentivos, nomeadamente ao nível fiscal, podem justificar o aumento da procura por parte de não residentes. Em linha com a recuperação do mercado imobiliário, os preços da habitação deverão continuar a aumentar bastante acima da inflação em 2017.

A componente empresarial do investimento cresce em torno de 7% em 2017. Desde 2016 a percentagem de empresas que reporta fatores limitativos ao investimento reduziu-se significativamente, situando-se em níveis inferiores aos observados antes da crise financeira (Caixa 7 do presente *Boletim Económico*). O forte crescimento da FBCF empresarial traduz a manutenção de expectativas positivas para a evolução da procura global, a manutenção de condições de financiamento favoráveis e a necessidade de recuperar e modernizar o *stock* de capital. Adicionalmente, a projeção para o crescimento da FBCF empresarial incorpora informação sobre investimentos em grandes infraestruturas na parte final de 2017 e sobre a atribuição de financiamento através de fundos europeus, na transição para o programa Portugal 2020, com impacto também no investimento público.

A evolução favorável do investimento e, em particular, do investimento empresarial, é muito relevante para o crescimento atual e potencial da economia portuguesa. Contudo, o seu perfil de recuperação é ainda insuficiente quando comparado com os níveis observados antes do período da crise. Em 2017, a FBCF empresarial situa-se cerca de 12% abaixo do registado em 2008.

⋮ Aumento da quota de mercado das exportações

O crescimento de cerca de 7% projetado para as exportações de bens e serviços em 2017 é significativamente superior ao aumento da procura externa dirigida à economia portuguesa (Capítulo 2 do presente *Boletim Económico* e Caixa 1 deste artigo de projeções), mesmo no caso de ajustarmos para o impacto de Angola⁴ (4,5% e 5,7%, respetivamente). Esta evolução sugere a manutenção de ganhos significativos de quota de mercado em 2017, tal como observado em média desde 2010. O desempenho positivo das

exportações em 2017 ocorre num contexto de apreciação do euro e de evolução desfavorável de indicadores tradicionais de competitividade-preço. Neste quadro, os ganhos de quota de mercado salientam a capacidade competitiva das empresas portuguesas nos mercados internacionais, que vai para além de ganhos de competitividade por via dos preços⁵.

O forte crescimento das exportações é comum à componente de bens e serviços. Destaca-se, no entanto, o desempenho das exportações de turismo (Caixa 8 do presente *Boletim Económico*), que em 2017 são cerca de 77% superiores ao nível registado em 2008, assim como das exportações de serviços relacionados com a atividade turística.

Em termos intra-anuais, projeta-se um perfil de desaceleração das exportações no segundo semestre de 2017. No segundo semestre de 2016 e primeiro semestre de 2017 observou-se um grande dinamismo das exportações refletindo (i) a recuperação das exportações extracomunitárias, com destaque para Angola, (ii) a aceleração das exportações intracomunitárias, nomeadamente para Espanha, (iii) a dissipação de alguns efeitos temporários negativos, associados à redução da produção de unidades industriais dos setores energético e automóvel em 2016 e (iv) o crescimento extraordinário das exportações de turismo (Capítulo 6 do presente *Boletim Económico*). No segundo semestre de 2017 as exportações deverão continuar a crescer, sendo positivamente influenciadas pelo aumento da capacidade produtiva e exportadora de uma unidade industrial do setor automóvel e pela ocorrência em território português de importantes eventos à escala internacional, previstos para o final de 2017. Contudo, o incremento no nível das exportações no segundo semestre do ano corresponderá a uma desaceleração em termos homólogos, refletindo a normalização de alguns dos efeitos acima referidos.

Como habitualmente, o crescimento projetado para as importações de bens e serviços está em linha com a evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados, tendo em conta os padrões médios observados no passado. O aumento de 6,9% das importações em 2017 reflete o crescimento dinâmico de algumas componentes

da procura global com elevado conteúdo importado, nomeadamente o investimento empresarial, as exportações de bens e, em menor grau, o consumo de bens duradouros.

Manutenção da capacidade de financiamento da economia

As atuais projeções apontam para a manutenção da capacidade de financiamento da economia portuguesa, medida pelo excedente da balança corrente e de capital, num nível próximo do observado em 2016. Na atual situação de elevado endividamento externo, a existência de um excedente nas contas externas é uma condição fundamental para assegurar a credibilidade e estabilidade macroeconómica da economia portuguesa.

A relativa estabilização do excedente da balança corrente e de capital em 2017 reflete uma diminuição do excedente da balança de bens e serviços, mais acentuada do que a projetada no *Boletim Económico* de junho, e uma melhoria do saldo das restantes componentes, em linha com o anteriormente projetado. A deterioração do saldo da balança de bens e serviços traduz um efeito de volume negativo e, em menor grau, uma perda de termos de troca. O efeito de volume negativo resulta do maior dinamismo das importações face às exportações, em termos reais, que é mais acentuado nas atuais projeções. A perda de termos de troca está associada ao aumento do preço do petróleo em euros, sendo ligeiramente inferior à do anterior exercício de projeção.

A evolução do saldo da balança corrente e de capital é também influenciada pelo enquadramento monetário e financeiro a nível global, com a manutenção de taxas de juro baixas, e pelo fluxo de distribuição dos fundos comunitários no âmbito do atual programa de financiamento europeu, que se antecipa que aumente no segundo semestre de 2017.

Aumento do emprego e redução do produto por trabalhador

A evolução do mercado de trabalho projetada para 2017 caracteriza-se por um aumento do

emprego de 3,1%, 1,5 pp acima do observado em 2016 e 0,7 pp acima do projetado no exercício anterior, e por uma diminuição da taxa de desemprego para 9,0%. O nível de emprego projetado para 2017 é, contudo, cerca de 6% inferior ao observado em 2008, estando a taxa de desemprego 0,7 pp acima da observada nesse ano.

O crescimento do emprego é superior ao crescimento projetado para o PIB, o que resulta numa redução da produtividade aparente do trabalho, já observada desde 2014 até ao primeiro semestre de 2017 (Capítulo 5 do presente *Boletim Económico*). Para explicar a dinâmica muito fraca da produtividade aparente do trabalho concorrem diversos fatores. Entre esses fatores encontra-se o baixo nível do capital por trabalhador, que é muito inferior à média na área do euro⁶, e a ineficiente afetação dos recursos nas empresas portuguesas⁷. A diminuição da produtividade aparente do trabalho a nível agregado no passado recente traduzirá sobretudo alterações ocorridas dentro de cada ramo de atividade (Caixa 6 do presente *Boletim Económico*).

Aceleração dos preços no consumidor

A inflação, medida pela taxa de variação do IHPC aumenta de 0,6% em 2016 para 1,6% em 2017, mantendo-se inalterada face ao *Boletim Económico* de junho. Comparando com as mais recentes projeções para a área do euro, antecipa-se um diferencial virtualmente nulo face à área do euro⁸. A aceleração dos preços em 2017 reflete contributos semelhantes da componente energética e da componente não energética, na qual se destaca a evolução dos preços dos serviços, nomeadamente serviços relacionados com a atividade turística (Capítulo 7 do presente *Boletim Económico*) (Gráfico 5)⁹.

O aumento da inflação reflete a subida dos preços de importação em 2017, após a queda registada no ano anterior. Esta evolução é comum aos preços do petróleo e das matérias-primas não energéticas, sendo parcialmente mitigada pela apreciação do euro (Capítulo 2 do presente *Boletim Económico*). Adicionalmente, a evolução no mercado de trabalho contribui para uma

aceleração dos custos unitários do trabalho no setor privado, que se traduz no aumento das pressões inflacionistas internas, num quadro de crescimento da atividade acima do potencial. A aceleração dos custos unitários do trabalho no setor privado reflete essencialmente a diminuição da produtividade aparente do trabalho, sendo parcialmente compensada pela desaceleração dos salários nominais.

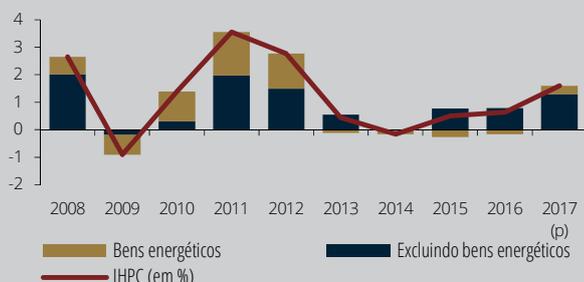
O crescimento moderado dos salários nominais é um fenómeno comum a outras economias europeias e está associado a diversos fatores. Um desses fatores é a fraca evolução da produtividade, que se traduz num crescimento dos salários reais que é contido em termos históricos, em particular quando comparado com anteriores fases de recuperação económica (Gráfico 6). Outros fatores relevantes são as expectativas moderadas de inflação e a margem disponível no mercado de trabalho. Esta margem tem vindo a reduzir-se, sendo que poderá ser superior à sugerida pelas medidas tradicionais, em linha com os indicadores mais latos de subutilização do trabalho (Capítulo 5 do presente *Boletim Económico*). O número de empresas que referem a dificuldade em contratar pessoal qualificado como fator limitativo ao investimento (principal

fator ou não) é relativamente baixo, quando comparado com outros fatores. Contudo, este número aumentou em 2017, de forma generalizada nos diversos setores de atividade. O aumento projetado para os salários nominais também incorpora informação relativa ao salário mínimo e à reposição dos salários na função pública.

... O aumento da produtividade permanece um desafio crucial

As atuais projeções apontam para a continuação do processo de recuperação da atividade económica em 2017, enquadrado numa envolvente económica, financeira e monetária particularmente favorável. Em linha com a progressiva maturação deste processo, projeta-se um perfil de desaceleração intra-anual, consistente com uma aproximação ao atual ritmo de crescimento sustentável da economia portuguesa. Neste quadro, a promoção de condições para um maior crescimento da produtividade é um dos principais desafios da economia portuguesa, sendo uma condição essencial para o aumento do seu potencial de crescimento e para um processo estrutural de convergência face aos níveis médios de bem-estar da União Europeia.

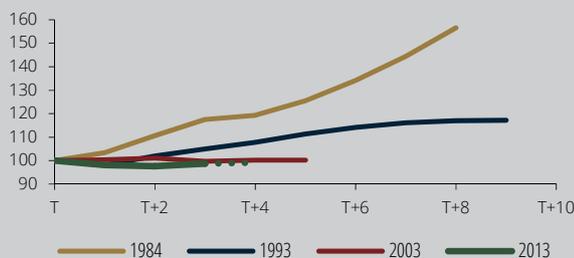
Gráfico 5 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e Eurostat.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 6 • Evolução dos salários reais em fases de recuperação do ciclo | Índice, T=100



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Nota: As recuperações consideradas foram determinadas em função do ciclo económico português e tiveram início (T) em 1984, 1993, 2003 e 2013. A recuperação de 2009 não foi considerada devido à sua reduzida duração. O tracejado assinala o período de projeção.

Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

As projeções para a economia portuguesa baseiam-se num conjunto de hipóteses de enquadramento consistente com o exercício de projeção do BCE, divulgado no dia 7 de setembro, com data de fecho de dados a 14 de agosto no caso das hipóteses técnicas do preço do petróleo, taxas de juro e taxas de câmbio, e a 24 de agosto para o restante conjunto de indicadores (Quadro C.1.1).

Em geral, não se registam alterações muito significativas das hipóteses face ao anterior *Boletim Económico*. Relativamente ao enquadramento internacional, mantém-se um cenário de aceleração da atividade económica global e do comércio mundial em 2017. A atividade económica na área do euro cresce 2,2% em 2017, tendo sido revista 0,3 pp em alta face ao exercício de projeção de junho. A procura externa dirigida à economia portuguesa (ponderada pela estrutura das exportações portuguesas) cresce acima de 4% em 2017. O preço do petróleo aumenta aproximadamente 18% em 2017, após quedas sucessivas desde 2013, situando-se a sua média anual em cerca de 52 dólares. A manutenção de uma política monetária acomodatória por parte do BCE contribui para que as taxas de juro permaneçam em níveis baixos.

A principal alteração nas hipóteses de enquadramento face ao anterior exercício de projeção refere-se à evolução das taxas de câmbio. A taxa de câmbio efetiva do euro (face a 19 parceiros comerciais) aprecia em 2017, numa magnitude semelhante à observada em 2016. A cotação do euro é superior à divulgada no *Boletim Económico* de junho, que apontava para uma relativa estabilização da taxa de câmbio efetiva face a 2016, e à divulgada na nota de projeções de março, na qual se assumia uma depreciação. O aumento da taxa de câmbio efetiva do euro reflete *inter alia* fatores político-económicos que têm contribuído para a apreciação do euro face à libra esterlina e, numa magnitude inferior, face ao dólar.

As variáveis de finanças públicas incorporam as medidas especificadas com detalhe suficiente em documentos oficiais, seguindo as regras utilizadas no âmbito dos exercícios do Eurosistema. Para além destas medidas, foi ainda tida em consideração a informação disponibilizada até à data de fecho dos dados relativamente à execução orçamental e à evolução do número de funcionários públicos.

Quadro C.1.1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE outubro 2017		BE junho 2017	
		2016	2017	2016	2017
Enquadramento internacional					
PIB mundial	tva	3,0	3,5	3,0	3,3
Comércio mundial	tva	1,8	5,3	1,5	4,5
Procura externa	tva	2,0	4,5	1,7	4,5
Preço do petróleo em dólares	vma	44,0	51,8	44,0	51,6
Preço do petróleo em euros	vma	39,8	46,0	39,8	47,6
Condições monetárias e financeiras					
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	3,3	3,2	3,3	3,2
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	2,9	2,5	2,6	0,3
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,11	1,13	1,11	1,08

Fontes: BCE, Bloomberg e Thomson Reuters (cálculos do Banco de Portugal).

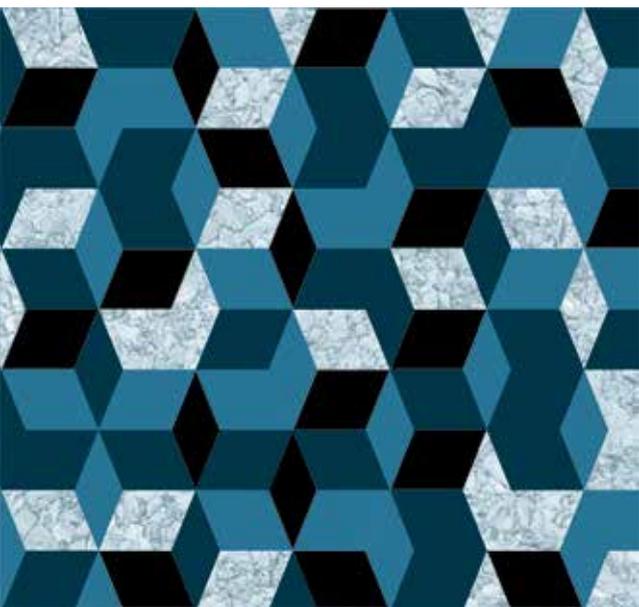
Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. A hipótese técnica para o preço do petróleo assenta nos mercados de futuros. A evolução da taxa EURIBOR a 3 meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior. A estimativa da taxa implícita inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões.

No que concerne ao consumo público, projeta-se um crescimento real deste agregado de 0,3% em 2017. Na componente relativa às despesas com pessoal, assume-se que a evolução do número de funcionários públicos mantém a dinâmica de crescimento observada no primeiro semestre do ano. Este efeito é mitigado pelo impacto da redução do horário normal dos trabalhadores do setor público que ocorreu em meados de 2016. Adicionalmente, prevê-se uma ligeira redução da despesa com bens e serviços associada, nomeadamente, à diminuição da despesa com parcerias público-privadas do setor rodoviário, em linha com o perspectivado no Orçamento do Estado para 2017. Para o deflator do consumo público assume-se um crescimento de 2,1%, refletindo as expectativas de evolução dos preços e a reposição gradual dos salários dos trabalhadores das administrações públicas em 2016.

No que respeita ao investimento público, a atual estimativa mantém a hipótese de forte aceleração desta rubrica em 2017, embora menos acentuada do que a estimativa incluída no Programa de Estabilidade 2017-21. De notar que esta variável se encontra influenciada pelos efeitos extraordinários associados à venda de material militar que assumiu um valor particularmente elevado em 2016, o que reforça a aceleração prevista.

Notas

1. *Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, setembro de 2017.*
2. A evolução intra-anual da quota de mercado das exportações mantém-se qualitativamente inalterada se considerarmos o impacto de Angola na procura externa dirigida à economia portuguesa. Este ajustamento é importante porque as importações de Angola não estão explicitamente consideradas no indicador de procura externa calculado no âmbito do Eurosistema.
3. Caixa 2 “Uma perspetiva sobre a evolução do stock de bens de consumo duradouro em Portugal”, *Boletim Económico* de junho de 2017.
4. O ajustamento do impacto de Angola na procura externa dirigida à economia portuguesa é importante porque as importações de Angola não estão explicitamente consideradas no indicador de procura externa calculado no âmbito do Eurosistema.
5. Caixa 6.1 “Evolução dos valores unitários das exportações portuguesas de bens”, *Boletim Económico* de maio de 2017.
6. Caixa 5.1 “Capital por trabalhador e produtividade”, *Boletim Económico* de maio de 2017.
7. Dias, Daniel, Marques, Carlos Robalo e Richmond, Christine (2014), “Afetação de recursos, produtividade e crescimento em Portugal”, *Boletim Económico*, outubro, Banco de Portugal.
8. Ver nota 1.
9. O crescimento pronunciado dos preços relacionados com a atividade turística contribuiu para que se projete uma variação anual do IHPC superior à do IPC e do deflator do consumo privado.



Tema em destaque

O comércio internacional: ganhos e desafios

O comércio internacional: ganhos e desafios

Introdução

O crescimento acentuado do comércio internacional é um dos aspetos mais marcantes da evolução da economia mundial nas últimas décadas, constituindo um dos elementos dominantes da globalização económica. Desde a década de 1960, assistiu-se a um aumento considerável do volume de trocas internacionais e do número de países nelas envolvidos, resultante da crescente liberalização dos movimentos de bens, serviços e capitais, bem como do progresso tecnológico ao nível dos transportes e comunicações. Presentemente, após a crise económica e financeira internacional que esteve associada ao colapso do comércio ocorrido em 2008 e 2009, existe alguma incerteza relativamente ao crescimento futuro das trocas internacionais.

O crescimento do comércio mundial foi particularmente forte a partir dos anos 1990 devido a uma abertura crescente das economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, em particular das de maior dimensão como a China e a Índia e dos países da Europa Central e de Leste. A participação destas economias nas trocas internacionais veio reforçar a tendência de fragmentação geográfica dos processos produtivos à escala mundial, caracterizada por um aumento do peso dos bens intermédios e dos serviços no comércio e por um acréscimo dos fluxos de investimento direto estrangeiro. A relevância das cadeias de valor globais para a produção de uma grande parte dos bens e serviços no mundo, num contexto de elevada integração financeira, faz com que o funcionamento atual da economia mundial esteja intrinsecamente ligado ao do próprio comércio (Amador e di Mauro, 2015; Baldwin, 2013).

Esta evolução do comércio internacional ao longo das últimas décadas traduziu-se em ganhos significativos, tal como preconizado pela teoria das vantagens comparativas de David Ricardo, sobre a qual se comemoram este ano dois séculos. No entanto, nos últimos anos tem-se assistido a um recrudescimento das críticas ao

comércio internacional e à intensificação de uma retórica de teor protecionista, principalmente nas economias avançadas. Neste contexto, torna-se particularmente relevante discutir a razão de ser do comércio internacional e identificar um conjunto de desafios que devem ser ultrapassados para garantir níveis de bem-estar elevados para todos os intervenientes.

Embora a análise do Tema em Destaque não se centre no comércio internacional português, esta discussão revela-se igualmente muito importante do ponto de vista da economia nacional. Nos últimos anos, o desempenho das exportações portuguesas tem contribuído de forma significativa para o crescimento do produto e para a criação de emprego. Adicionalmente, a manutenção de saldos equilibrados ou excedentes na balança de bens e serviços constitui uma condição fundamental para a prossecução do processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos existentes na economia portuguesa, designadamente ao nível do endividamento externo. Neste contexto, quaisquer perturbações no comércio internacional resultantes do aumento de barreiras tarifárias ou não-pautais teriam consequências muito negativas para a evolução das condições económicas em Portugal.

Este Tema em Destaque encontra-se organizado da seguinte forma: na primeira parte ilustram-se os ganhos de bem-estar associados ao comércio internacional do ponto de vista teórico e empírico. A segunda parte procura identificar as principais críticas que justificam o descontentamento em relação ao comércio internacional e possíveis soluções para responder de forma eficaz aos problemas por elas colocados. Na terceira parte argumenta-se que as políticas protecionistas limitam o bem-estar da sociedade e potenciam uma afetação ineficiente de recursos e, como tal, não constituem uma alternativa aceitável. Finalmente, apresentam-se alguns resultados relativamente à importância das barreiras tarifárias no comércio internacional português.

Os ganhos do comércio internacional

Modelos teóricos

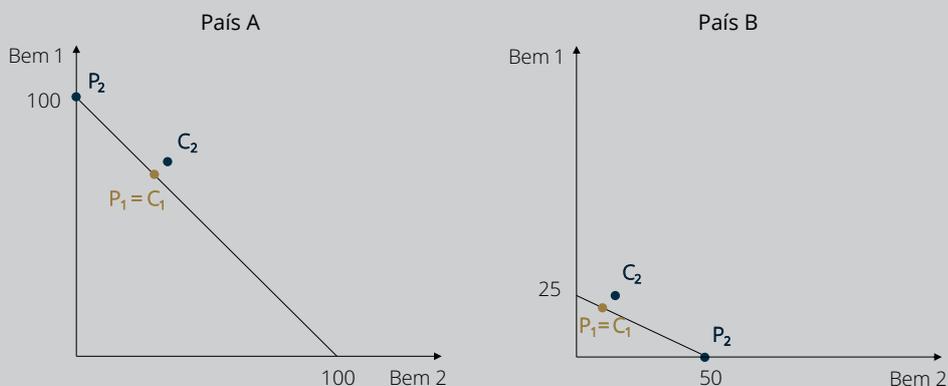
A literatura económica tem identificado vários determinantes para a existência de trocas entre países, tais como diferenças tecnológicas, diferenças nas dotações de fatores produtivos, economias de escala e a fragmentação da cadeia produtiva. Em termos teóricos, a análise do comércio enquanto fonte de bem-estar remonta à teoria de David Ricardo (1817). O modelo Ricardiano de troca baseia-se no conceito de vantagem

comparativa para demonstrar a existência de ganhos potenciais de comércio entre dois países: mesmo que um país tenha uma produtividade do trabalho inferior em todos os setores, se ambos exportarem os bens nos quais apresentam vantagem comparativa e importarem os restantes existirão ganhos de bem-estar agregados. A Caixa 1 apresenta uma explicação simplificada e um exemplo¹.

Caixa 1 | O modelo Ricardiano de troca: um exemplo

Considerem-se dois países (A e B), dois bens e um fator de produção (100 trabalhadores), sem que exista mobilidade do trabalho entre países. Assuma-se que no país A é necessário utilizar um trabalhador para produzir cada um dos bens. No país B, a produtividade dos trabalhadores é mais baixa e difere entre setores: para produzir uma unidade do bem 1 são necessários quatro trabalhadores e para produzir uma unidade do bem 2 são necessários dois trabalhadores. As possibilidades de produção nestes dois países podem ser descritas pelas linhas representadas no Gráfico C.1.1. No caso em que os países estão fechados ao comércio (em autarquia), estas linhas representam também as possibilidades de consumo em cada um dos países. Dependendo das preferências dos consumidores, cada um dos países pode escolher produzir e consumir qualquer ponto ao longo da respetiva fronteira de possibilidades. Assuma-se, sem perda de generalidade, que o ponto que maximiza a satisfação dos consumidores em cada um dos países é o ponto C_1 em que são produzidas e consumidas 70 unidades do bem 1 e 30 unidades do bem 2 no país A e 20 unidades do bem 1 e 10 unidades do bem 2 no país B.

Gráfico C.1.1 • Fronteiras de possibilidades de produção e de consumo nos países A e B



Nota: (a) Os pontos C_1 e P_1 representam o cabaz consumido e produzido em autarquia. Os pontos C_2 e P_2 representam os cabazes consumidos e produzidos com a abertura ao comércio, respetivamente.

Neste exemplo, o país A tem uma maior produtividade em ambos os setores – ou seja, tem vantagem absoluta face ao país B na produção dos dois bens. A teoria de David Ricardo expressa que, mesmo neste caso, ambos os países podem ter ganhos caso se especializem completamente na produção do bem no qual têm vantagem comparativa e importem o outro bem.

Um país tem vantagem comparativa na produção de determinado bem se sacrificar menos unidades desse bem por cada unidade do outro bem produzido. Recorrendo de novo ao exemplo acima, note-se que o custo relativo do bem 2 é superior no país A. Com efeito, para produzir uma unidade do bem 2 no país A é necessário deixar de produzir uma unidade do bem 1, enquanto no país B só é necessário sacrificar meia unidade desse bem. Conclui-se então que o país B tem vantagem comparativa na produção do bem 2, ou seja, sacrifica menos unidades do bem 1 por cada unidade produzida do bem 2. Já o país A apresenta necessariamente vantagem comparativa na produção do bem 1.

O modelo de Ricardo mostra que ambos os países podem ter ganhos se se especializarem na produção do bem no qual têm vantagem comparativa. Neste exemplo, isto significa que o país A produz 100 unidades do bem 1 e o país B produz 50 unidades do bem 2. No conjunto dos dois países, existem agora mais dez unidades de cada bem do que antes da especialização, o que representa um ganho à escala mundial. Neste contexto de especialização completa, os países recorrem ao comércio internacional para obter (importando) o outro bem.

Assumindo determinadas preferências pelo consumo dos bens nos dois países, o Quadro C.1.1 apresenta um exemplo em que ambos os países conseguem aceder a um cabaz de consumo que não seria permitido pela tecnologia doméstica através da troca entre si – o ponto C_2 no Gráfico C.1.1. Com este cabaz, ambos os países consomem mais dos dois bens e por isso ambos ganham com o comércio.

Quadro C.1.1 • Resumo dos ganhos possibilitados pelo comércio

	País A		País B	
	Bem 1	Bem 2	Bem 1	Bem 2
Produção e consumo em autarcia	70	30	20	10
Produção com comércio	100	0	0	50
Consumo com comércio	75	35	25	15
Aumento do consumo com comércio	5	5	5	5

Em suma, o resultado fulcral do modelo Ricardiano de troca é o de que ambos os intervenientes no comércio podem beneficiar do mesmo, ou seja, o comércio não é um jogo de soma nula no qual para que um país ganhe, o outro tem de perder. Mesmo que um país tenha uma produtividade do trabalho inferior em todos os setores, ambos os países ganham com o comércio se cada um dos países se especializar na produção do bem onde a sua vantagem é relativamente superior – ou seja, o bem com vantagem comparativa.

Desde a contribuição seminal de David Ricardo, ocorreram alterações significativas na natureza do comércio internacional. Atualmente, os países comercializam para tirar partido das diferenças tecnológicas e das dotações de fatores produtivos, para beneficiar de economias de escala na produção e da diferenciação de produtos e ainda no contexto da participação das empresas nas cadeias de valor globais. A literatura económica foi incorporando sucessivamente elementos que permitem explicar cada uma destas facetas do comércio internacional em modelos complementares ao de Ricardo, ilustrando fontes adicionais de ganhos de bem-estar a longo prazo para os países envolvidos nas trocas.

Os modelos clássicos desenvolvidos no início do século XX passaram a incorporar tecnologias de produção com dois fatores produtivos (trabalho e capital) e relacionaram a especialização e o comércio com as dotações destes fatores em cada país. Um resultado importante destes modelos é o teorema de Heckscher-Ohlin que afirma que, se considerarmos dois países idênticos em termos de tecnologias e preferências, cada um deles deverá especializar-se e exportar o bem cujo processo produtivo utilize de forma mais intensiva o fator de produção relativamente mais abundante. Assim, as vantagens comparativas passaram a ser sobretudo fundamentadas pelas diferenças nas dotações relativas de fatores: os países relativamente abundantes em trabalho têm vantagem comparativa em bens trabalho-intensivos e vice-versa.

Os chamados novos modelos do comércio internacional (Helpman, 1981; Krugman, 1979, 1980, 1981) fornecem uma base teórica para explicar o comércio de produtos pertencentes à mesma indústria (comércio intraindustrial) em vez de bens diferentes. Nestes modelos, os consumidores têm preferência por cabazes de consumo diferenciados (gosto pela variedade) e assume-se a existência de economias de escala, ou seja, os custos médios da empresa caem com o aumento da produção, tornando-se vantajoso

concentrar a produção de cada gama de produtos numa única empresa. Estes dois determinantes geram ganhos adicionais de bem-estar provenientes do comércio para além dos ganhos resultantes do comércio baseado nas vantagens comparativas. Ao estabelecer comércio intraindustrial, cada país pode especializar-se na produção em maior escala de determinadas variedades com custos mais baixos, importando as restantes variedades dos países que nelas se especializam, permitindo aos consumidores beneficiarem de uma maior gama de produtos.

A evidência empírica de que as diferenças entre empresas são fundamentais para compreender o comércio mundial conduziu ao aparecimento dos chamados “novos novos” modelos do comércio internacional (Bernard, Eaton, Jenson e Kortum, 2003; Melitz, 2003). Contrariamente aos modelos anteriores que tratavam o setor como a unidade de análise, estes modelos incorporam diferenças entre empresas pertencentes ao mesmo setor e evidenciam o papel dessa heterogeneidade nas decisões de exportação e na explicação dos fluxos comerciais. Esta heterogeneidade entre empresas gera uma fonte suplementar de ganhos provenientes do comércio dado que a abertura do país induz uma reafectação de recursos das empresas menos produtivas para as mais produtivas, aumentando dessa forma a produtividade agregada.

Os modelos mais recentes refletem a alteração significativa na natureza do comércio internacional ocorrida nas últimas décadas, em particular a crescente fragmentação internacional do processo de produção (Grossman e Rossi-Hansberg, 2008 e Antràs, 2015). Neste novo paradigma, as etapas do processo produtivo são executadas sequencialmente ou separadamente em diferentes localizações de acordo com as vantagens comparativas na produção das diferentes partes e componentes. Por seu turno, o produto final é o resultado da produção sequencial ou há lugar a uma montagem numa localização final. Apesar da complexidade destas cadeias de valor, a mensagem fundamental acerca dos ganhos do comércio não se altera

e os conceitos básicos continuam a ser válidos, embora numa escala de análise diferente. Em particular, o conceito de vantagem comparativa passa a ser fundamentado ao nível de cada uma das parcelas da cadeia de produção.

Resultados empíricos

Os resultados teóricos que apontam o comércio internacional como uma fonte importante de ganhos são de uma forma geral confirmados pela literatura empírica que analisa os ganhos de bem-estar para os consumidores. Já a ligação entre o comércio internacional e o crescimento de agregados económicos como o produto interno bruto é menos consensual e difícil de identificar, quer em termos empíricos, quer pelo público em geral. De acordo com o inquérito Eurobarómetro da Comissão Europeia sobre comércio internacional realizado em 2010 (Comissão Europeia, 2010a), os inquiridos que afirmavam estar a beneficiar do comércio apontaram a redução do preço dos produtos e a existência de maior escolha para os consumidores como as principais razões para esse benefício. Em contraste, o impacto sobre a economia europeia foi apontado por apenas um quarto dos inquiridos.

A literatura empírica reconhece que a redução dos preços dos bens e serviços desencadeada pelo comércio trouxe ganhos significativos para os consumidores através de rendimentos reais mais elevados (e.g. Francois, Manchin e Norberg, 2007). Estes ganhos são transversais a toda a distribuição de rendimentos, mas tendem a ser mais elevados para as famílias cujo rendimento é mais baixo, pois estas gastam uma maior proporção do seu rendimento em bens e serviços transacionáveis, como por exemplo os bens alimentares. Num estudo recente, Fajjgelbaum e Khandelwal (2016) quantificam estes ganhos ao longo da distribuição de rendimento para um conjunto de quarenta economias avançadas. Os autores concluem que, em média, o rendimento real da população no primeiro decil da distribuição de rendimento seria 63% mais baixo se não existisse comércio, o que compara

com um valor de 28% para o último decil da distribuição. Para Portugal, o enviesamento a favor das famílias com rendimentos mais baixos é ligeiramente superior (67% e 22%, respetivamente).

A literatura tem também procurado quantificar os ganhos para os consumidores que resultam de ter uma maior variedade de bens e serviços à sua disposição. Um estudo muito citado neste campo é o de Broda e Weinstein (2006) que estima que o número de variedades de produtos importados à disposição do consumidor norte-americano quadruplicou entre 1972 e 2001, gerando um ganho em termos de bem-estar de 2,6% do produto interno bruto. A Comissão Europeia (2010b), traduzindo este resultado para o contexto europeu, sugere que estes ganhos beneficiam o consumidor médio europeu em cerca de 600 euros por ano. Para Portugal, Cabral e Manteu (2010) estimam que, em 2007, os consumidores estavam dispostos a pagar 0,7% do produto interno bruto para aceder ao conjunto de variedades de bens importados disponíveis nesse ano em vez do cabaz disponível em 1995.

Em contraste, uma das questões que tem suscitado um debate intenso na literatura é a da ligação entre o comércio internacional e o crescimento económico. Embora as duas variáveis pareçam estar positivamente correlacionadas (Gráfico 1), é extremamente difícil identificar a existência de uma relação de causalidade e a direção da mesma, pois existem muitos fatores difíceis de isolar que podem afetar simultaneamente o comércio com o exterior e o crescimento económico. Ainda assim, de uma forma geral, o grau de participação no comércio internacional tem surgido como uma dimensão relevante para o crescimento económico de longo prazo na maioria das análises (e.g. Baldwin, 2003; Feyrer, 2009; Frankel e Romer, 1999; Sala-i-Martin, 1997).

Em Portugal, o comércio internacional tem desempenhado um papel importante na explicação da trajetória do crescimento económico de longo prazo. Embora muitos fatores tenham

Desafios ao comércio internacional

Se o comércio internacional é uma fonte de ganhos de bem-estar, porque é criticado? Em particular, o que preocupa os cidadãos? A ocorrência de choques nos determinantes do comércio internacional gera a necessidade de reafecção de trabalhadores e de outros fatores produtivos entre empresas e setores na economia, o que normalmente implica a existência de um grupo de perdedores. Neste contexto, as críticas ao comércio mais frequentes relacionam-se com os impactos no mercado de trabalho, nomeadamente com a criação e destruição de emprego e alterações salariais (Comissão Europeia, 2010a). O impacto do comércio internacional no mercado de trabalho resulta da alteração no nível de atividade dos diferentes setores. É expectável que os setores onde o país apresenta vantagem comparativa registem um crescimento da atividade e do emprego, podendo observar-se aumentos relativos nos salários caso não exista excesso de oferta das competências aí requeridas. Contrariamente, nos setores onde não existe vantagem comparativa tenderá a ocorrer uma redução da atividade e destruição de emprego, pois as importações substituem a produção doméstica de tais bens e serviços. Os empregos perdidos nestes setores, bem como a redução dos salários associados a estas competências, são dificilmente recuperáveis a menos que as empresas iniciem processos

profundos de reestruturação. Tais transformações implicam o desenvolvimento e a produção de novos produtos ou de novas variedades, nas quais existam vantagens comparativas.

No novo paradigma das cadeias de valor globais, as tensões e as críticas ao comércio internacional geradas nas economias avançadas estão intimamente ligadas à relação entre as etapas do processo produtivo e o valor acrescentado em cada uma delas. Os estudos empíricos sinalizam que as etapas iniciais e finais da cadeia produtiva estão normalmente associadas a maior criação de valor do que as etapas intermédias. Por exemplo, a investigação e a engenharia, associadas a trabalho criativo e altamente qualificado, tendem a ser responsáveis por uma parte importante do valor do produto final. Algo semelhante ocorre nas tarefas de *marketing* e distribuição. Pelo contrário, as tarefas mais repetitivas e ligadas à fabricação dão um menor contributo ao valor final do produto. O Gráfico 4 apresenta de forma estilizada a assimetria na criação de valor acrescentado nas diferentes etapas do processo produtivo, a designada *smile curve* (Baldwin, Ito e Sato, 2014).

As vantagens comparativas em cada uma das tarefas produtivas dependem da quantidade e qualidade dos diferentes *inputs* e da tecnologia disponível em cada país. Em particular, o

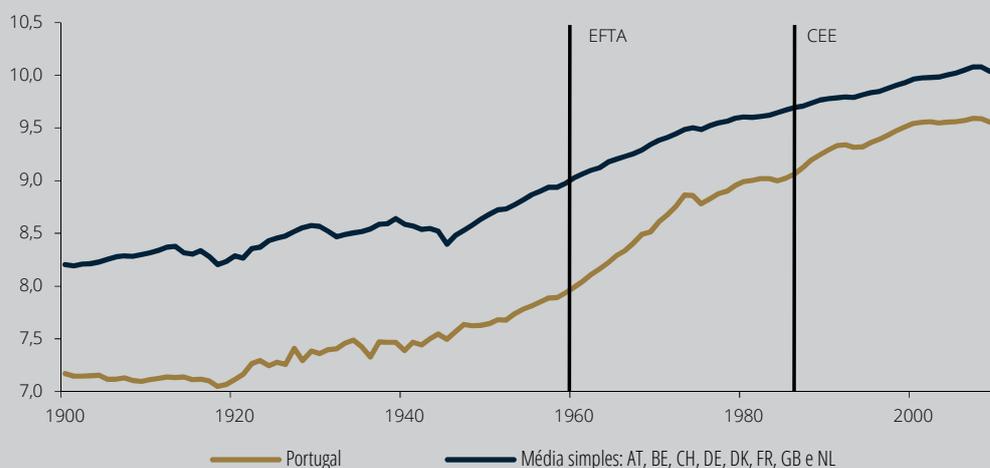


Gráfico 3 •
PIB *per capita*
| Dólares Geary-Khamis (Int. GK\$),
escala logarítmica

Fonte: Base de dados do projeto Maddison (cálculos do Banco de Portugal).

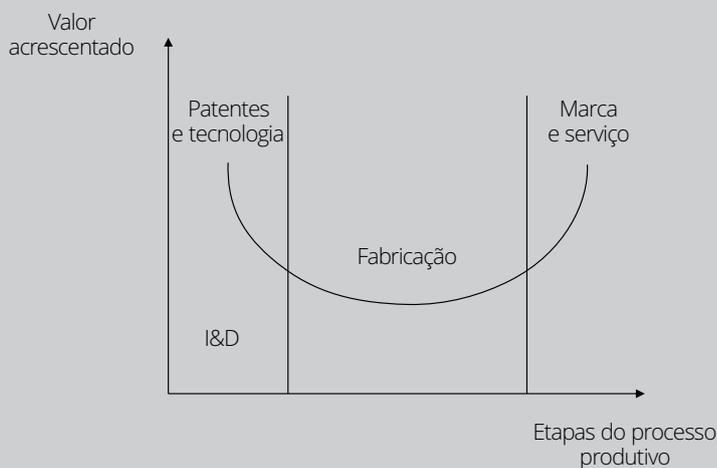
crescimento das cadeias de valor globais assentou num padrão onde a realização das tarefas intermédias se localiza, predominantemente, num conjunto de países que apresenta salários relativamente mais baixos e para os quais as empresas transferem a tecnologia de fabricação. Nas economias avançadas, mais bem dotadas de recursos humanos especializados, têm-se mantido grande parte das tarefas iniciais e finais do processo produtivo. Esta realidade tem permitido aumentar os salários médios nas economias emergentes, criando empregos na indústria transformadora que absorvem trabalhadores saídos do setor primário para as zonas urbanas. O contraponto desta realidade tem sido a perda de alguns tipos de empregos no setor transformador nas economias avançadas, normalmente associados a menores níveis de qualificações, com consequente redução dos salários relativos destes trabalhadores. Tais desenvolvimentos justificam o facto de as atitudes em relação ao comércio nas economias avançadas serem menos favoráveis entre os trabalhadores com menos educação, tal como ilustrado pelo inquérito Eurobarómetro da Comissão Europeia (Comissão Europeia, 2010a).

Os elementos de flexibilidade existentes na economia revestem-se de grande importância para mitigar os custos de ajustamento resultantes

do comércio internacional. Em primeiro lugar, a capacidade dos desempregados em encontrar emprego nos setores em crescimento, que está normalmente correlacionada com o seu nível de qualificação, constitui um elemento central deste processo. O prolongamento das situações de desemprego leva à perda de competências sociais, o que reforça as dificuldades de regresso ao emprego. Neste cenário, os indivíduos acabam por sair permanentemente da população ativa, com custos sociais e económicos muito elevados. Deste modo, as políticas de formação e requalificação da força de trabalho desempenham um papel fundamental na resposta aos desafios colocados pelo comércio internacional. Em segundo lugar, a existência de procedimentos de insolvência capazes de recuperar o capital de empresas que saem do mercado facilita o ajustamento. Finalmente, existe um conjunto alargado de custos de contexto, que inclui aspetos do funcionamento do mercado do produto, custos com o cumprimento da legislação e funcionamento dos serviços públicos, que devem ser reduzidos de forma a facilitar a criação, atividade e reestruturação das empresas.

A evolução da economia portuguesa nas últimas décadas é uma boa ilustração dos desafios desencadeados pelas alterações nos padrões de vantagem comparativa associadas a choques

Gráfico 4 •
Valor acrescentado
nas diferentes
etapas do processo
produtivo



tecnológicos, à entrada ou saída de países do sistema internacional de comércio ou a políticas de tipo protecionista. O processo de integração da China no comércio internacional e a reestruturação das economias do Centro e Leste da Europa após a queda do muro de Berlim, bem como a sua posterior adesão à União Europeia, afetaram fortemente o padrão de vantagens comparativas. Por um lado, a concorrência asiática afetou o desempenho das exportações nos setores tradicionais, enquanto os novos Estados-membros da União Europeia atraíram investimento direto estrangeiro nos setores de média tecnologia. Em resultado, registou-se uma perda de quota de mercado das exportações portuguesas e um agravamento dos défices da balança de bens e serviços. A par da deterioração das contas externas associada ao crescimento das importações que resultou do excessivo dinamismo da procura interna, num contexto de passagem para um regime de baixas taxas de juro e de orientação expansionista e pró-cíclica da política orçamental, a dificuldade em ajustar o padrão de especialização da economia portuguesa conduziu a graves desequilíbrios macroeconómicos. Contudo, embora lentamente, a economia portuguesa encetou um processo de reestruturação e reafecção de recursos que prossegue no presente, baseado numa dinâmica empresarial assinalável, quer nos setores tradicionais quer em novos setores.

O comércio internacional tem também impactos importantes na distribuição do rendimento e do património dentro de cada país. Com efeito, a redução do emprego nas tarefas de menor qualificação nas economias avançadas afeta uma parcela muito importante da população e tem contribuído para um aumento da desigualdade e das conseqüentes tensões sociais e políticas. Estas questões têm merecido uma atenção crescente por parte das autoridades e também em termos académicos. É geralmente aceite a ideia de que maiores níveis de desigualdade colocam dificuldades à manutenção da coesão social, o que não só dificulta a aprovação de reformas necessárias como pode originar

retrocessos em termos da liberalização dos mercados. Em paralelo com o esforço de requalificação da força de trabalho visando a aquisição de competências valorizadas no mercado, a mitigação destes problemas deve basear-se em políticas de redistribuição que compensem os grupos afetados. Dado que o comércio internacional gera ganhos líquidos para cada país, tal redistribuição de ganhos internos poderia permitir deixar todos os agentes melhor. Porém, existem dificuldades na implementação destas políticas pois a resposta adequada depende da natureza específica dos choques e dos mecanismos envolvidos e da mobilidade dos trabalhadores entre empresas, indústrias e localizações geográficas. A ausência de respostas conduz a protestos e ao emergir de diferentes variantes de populismo (Rodrick, 2017).

Existem outras críticas dirigidas ao comércio internacional para além das relacionadas com o mercado de trabalho e o agravamento da desigualdade nas economias avançadas. Refiram-se, por exemplo, os impactos adversos do comércio sobre o meio-ambiente e as práticas abusivas das empresas transnacionais junto dos trabalhadores em economias de mercado emergentes. Também nestes casos a resolução dos problemas apontados deverá passar pela correção direta das falhas de mercado e não pela limitação do comércio. As questões ambientais configuram externalidades que resultam da não incorporação no preço final ao consumidor dos custos ambientais e devem ser corrigidas com políticas específicas que, *a posteriori*, podem ou não reduzir o comércio internacional. As práticas abusivas das empresas devem ser controladas pela via da criação de certificação internacional ou pela via legislativa, acompanhada de penalizações em caso de incumprimento.

Não obstante as políticas necessárias para lidar com os desafios associados ao comércio internacional e mitigar os custos de ajustamento daí resultantes possam ser de difícil implementação prática, não se pode deixar de sublinhar que elas constituem uma opção preferível à imposição de barreiras ao comércio que reduzem inequivocamente o bem-estar global.

Os custos das políticas protecionistas

As críticas ao comércio internacional têm contribuído para o ressurgimento da defesa de políticas que preconizam a restrição dos fluxos de bens e o favorecimento dos produtores nacionais. Esta abordagem baseia-se na ideia de que a produção nacional deve substituir as importações, de forma a criar emprego e assegurar salários mais altos para os trabalhadores nacionais.

Bastiat (1845) ilustra de uma forma simples e intuitiva os problemas associados a soluções protecionistas, recorrendo a um exemplo onde se satiriza uma petição propondo proibir a utilização da luz solar durante o dia. O objetivo seria proteger o emprego na indústria nacional de iluminação artificial da concorrência de um “rival” que “inunda o mercado nacional com preços incrivelmente reduzidos” – o sol. Facilmente se percebe que embora esta imposição pudesse favorecer a indústria de iluminação artificial a curto-prazo, também acarretaria perdas de bem-estar significativas para a sociedade. Em particular, os consumidores seriam seriamente prejudicados por não poderem beneficiar da luz solar e por terem de recorrer a alternativas com preços infinitamente mais elevados. Também os agricultores e outros produtores que utilizam a luz do sol enquanto fator de produção seriam prejudicados, com repercussões negativas no emprego.

Analogamente, quando é fixada uma tarifa ou uma quota à importação criam-se distorções que tendem a levar a uma redução do bem-estar da sociedade. Ao nível dos consumidores, estas políticas tendem a gerar uma subida dos preços, tanto dos bens importados como dos produzidos internamente, o que se configura numa perda de bem-estar para estes agentes. Um dos estudos que ilustra os custos elevados que as tarifas podem ter para a sociedade via aumento dos preços é o trabalho desenvolvido por Hufbauer e Lowry (2012). Segundo estes autores, o aumento das tarifas impostas pelos Estados Unidos sobre a importação de pneus da China entre 2009 e 2011 permitiu proteger

1200 postos de trabalho. No entanto, o custo para os consumidores, via preços mais elevados, de proteger cada um dos postos de trabalho foi de cerca de 900 mil dólares por ano, o que corresponde a um valor 22 vezes superior ao salário anual médio destes trabalhadores. As perdas de bem-estar associadas à imposição de barreiras à importação tendem a ser relativamente mais acentuadas para as famílias com rendimentos baixos, não só porque estas consomem uma maior percentagem do seu rendimento em bens transacionáveis, mas também porque os produtos com preços mais baixos tendem a ter tarifas mais elevadas (Furman, Russ e Shambaugh, 2017)

Ao nível dos produtores, embora a subida dos preços impulsionada pelas políticas protecionistas possa incentivar a atividade nas indústrias protegidas, os produtores nacionais que utilizam esses bens enquanto *inputs* tendem a ser prejudicados. A subida dos preços dos consumos intermédios tende também a tornar as empresas nacionais menos competitivas no mercado internacional, o que pode ter um efeito adverso sobre as suas exportações e sobre o emprego. Esta questão é particularmente relevante num mundo caracterizado pela existência de cadeias de valor globais, em que os bens e serviços são produzidos combinando fatores de produção de diferentes países. No caso de Portugal, Amador e Stehrer (2014) estimam que o conteúdo importado das exportações em 2011 era de cerca de 30%. Deste valor se depreende que eventuais perturbações nas importações portuguesas podem ter consequências muito nefastas nas exportações, as quais têm desempenhado um papel crucial na economia nacional. Estes efeitos nefastos podem ser ainda mais acentuados quando as políticas protecionistas conduzem a uma retaliação por parte dos outros países.

Num mundo em rápida transformação e altamente concorrencial, levanta-se também a questão de saber se as entidades públicas devem usar políticas protecionistas dirigidas a determinados produtos, empresas ou setores durante

um período de tempo limitado, com o objetivo de promover o seu crescimento e competitividade a médio prazo. A ideia é que estas políticas podem constituir uma solução para os problemas enfrentados pelas empresas que não são competitivas a nível internacional, mas que podem sê-lo se lhes for dada uma proteção temporária que as permita crescer e tornarem-se mais eficientes.

Um primeiro problema associado a esta solução está relacionado com os critérios utilizados pelas entidades públicas na escolha dos produtos, empresas ou setores que deverão ser protegidos. Existe alguma evidência que sugere que estas políticas tendem a ser usadas para proteger setores ou indústrias pouco produtivos, o que leva a uma afetação incorreta de recursos na economia com consequências adversas no crescimento (e.g. Beason e Weinstein, 1996; Gawande, Krishna e Olarreaga, 2005).

Por outro lado, existe o risco de que as empresas protegidas nunca cheguem a tornar-se competitivas, prolongando estas políticas indefinidamente e acarretando custos muito elevados para os consumidores. Luzio e Greenstein (1995) ilustram estes custos recorrendo à proibição da importação de computadores e da operação

de empresas estrangeiras no Brasil entre 1984 e 1988. Os autores mostram que estas políticas não reduziram o fosso tecnológico entre as empresas brasileiras e as do resto do mundo e, paralelamente, os consumidores nacionais enfrentaram preços entre 70% a 100% mais elevados do que os praticados nos mercados internacionais.

Em suma, a imposição de barreiras às importações como forma de responder aos desafios do comércio reduz o bem-estar da sociedade e potencia uma alocação ineficiente de recursos. As importações são um elemento fundamental das relações comerciais, quer para responder às aspirações de consumo das populações, quer pela via dos produtos intermédios que são incorporados na produção nacional destinada ao mercado interno ou às exportações. Ainda assim, muitas vezes as políticas protecionistas acabam por prevalecer, pois os seus custos são difíceis de identificar e incidem sobretudo sobre os consumidores, um grupo grande e disperso, ao passo que os seus benefícios tendem a estar concentrados em grupos pequenos e bem organizados. Na verdade, as questões de economia política são muito importantes para explicar as dificuldades em ultrapassar os desafios colocados pelo comércio internacional.

Barreiras tarifárias no comércio externo português

O comércio externo da economia portuguesa realiza-se maioritariamente no espaço da União Europeia (cerca de três quartos do total²). Dado que este é um espaço de referência em termos de liberdade de trocas, o impacto das barreiras comerciais sobre os consumidores e as empresas nacionais é relativamente limitado. No que respeita às trocas com países extracomunitários aplica-se a pauta exterior comum adotada pela União Europeia e o conjunto de barreiras ao comércio impostas por terceiros aos produtos oriundos de países comunitários.

Para ilustrar o impacto das barreiras ao comércio sobre os agentes económicos internos, recorreu-se a informação sobre as tarifas vigentes nas

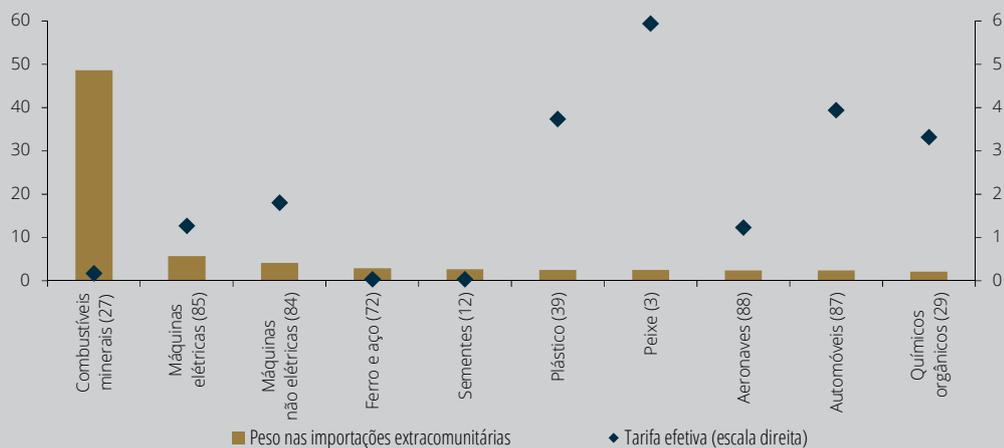
trocas internacionais existente na base de dados *World Integrated Trade Solution's Tariff* e sobre as importações e as exportações portuguesas de bens reportadas na base de dados *UN Comtrade*³. Esta informação permite calcular o valor da tarifa efetiva implícita nas trocas extracomunitárias portuguesas de bens⁴. Por razões de disponibilidade de dados, os últimos anos para os quais este cálculo é possível são 2014 para as importações e 2015 para as exportações. No entanto, tende a existir elevada estabilidade em termos das regras tarifárias aplicáveis, bem como em termos da estrutura do comércio. Assim, não fica impedida a comparação entre as tarifas efetivas implícitas nas importações de 2014 e

nas exportações de 2015. Refira-se ainda que uma parte importante das barreiras ao comércio tem natureza não tarifária, consistindo em regulamentação diversa que incide sobre os bens ou sobre os operadores internacionais. Contudo, dada a sua natureza, a quantificação das barreiras não tarifárias é difícil e não é aqui considerada.

Do lado das importações, as tarifas têm um impacto reduzido sobre os agentes económicos internos, ou seja, os consumidores e as empresas não veem aumentados de forma significativa os preços dos principais produtos comprados nos mercados extracomunitários pela via

da imposição de tarifas pela União Europeia. O Gráfico 5 apresenta o peso dos dez principais produtos importados de países não comunitários e as respetivas tarifas médias em 2014. O principal produto importado foram os combustíveis e a tarifa que incidiu sobre estas transações foi extremamente reduzida. Produtos como o plástico, peixe ou automóveis tiveram tarifas efetivas mais altas (entre 3% e 6%), mas o seu peso nas importações é reduzido. A estrutura das trocas extracomunitárias reflete-se na tarifa média aplicada aos países de origem das importações portuguesas (Gráfico 6). Naturalmente, a tarifa média que incidiu sobre os países

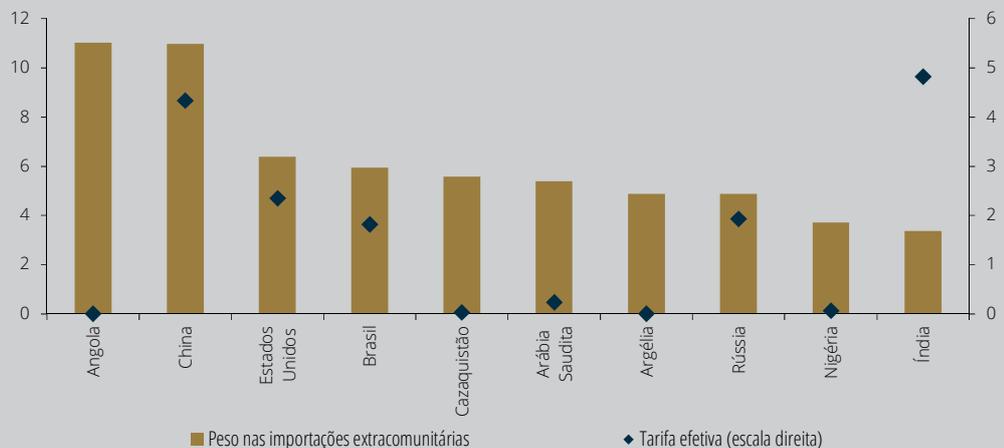
Gráfico 5 •
Principais produtos importados no comércio extracomunitário português em 2014: peso e tarifa efetiva
| Em percentagem



Fontes: UN Comtrade Database e World Integrated Trade Solution's Tariff Dataset (cálculos do Banco de Portugal).

Nota: (a) Os números entre parênteses indicam a categoria dos produtos de acordo com a decomposição a dois dígitos da versão de 2012 do Sistema Harmonizado de Designação e Codificação de Mercadorias. A descrição das categorias foi abreviada.

Gráfico 6 •
Principais países de origem das importações extracomunitárias portuguesas em 2014: peso e tarifa efetiva
| Em percentagem



Fontes: UN Comtrade Database e World Integrated Trade Solution's Tariff Dataset (cálculos do Banco de Portugal).

dos quais Portugal importa maioritariamente combustíveis foi extremamente reduzida. Com efeito, no caso de Angola a tarifa média próxima de zero decorre do facto dos combustíveis minerais, que representam a quase totalidade das importações oriundas desse país, terem uma tarifa efetiva virtualmente nula. Para países como a China, em que o cabaz de importação é mais diversificado, as tarifas foram relativamente mais altas (entre 1% e 5%).

As tarifas médias impostas às exportações extracomunitárias de produtos portugueses (e de outros países da União Europeia) são tendencialmente mais elevadas, o que limita a capacidade de penetração das empresas nacionais nesses mercados. A tarifa média aplicada ao principal produto exportado em 2015 – as máquinas elétricas – foi de 5%, mais de 3 pontos percentuais acima da aplicada às importações do mesmo produto em 2014 (Gráfico 7 e Gráfico 5). As bebidas, com um peso de 3% nas exportações extracomunitárias portuguesas, registaram a tarifa mais alta no conjunto dos dez principais produtos exportados (21%), o que compara com uma tarifa de 3% aplicada em 2014 às importações deste produto. Embora refletindo cabazes de troca diferentes, as tarifas médias praticadas pelos principais países de destino das exportações

extracomunitárias são mais elevadas do que as aplicadas pela União Europeia a estes fornecedores. Por exemplo, em Angola e na China as tarifas médias aplicadas às exportações portuguesas foram de 15% e 12%, respetivamente (Gráfico 8).

Alterações nas tarifas vigentes no comércio internacional, ainda que pequenas, podem ter um impacto significativo na estrutura produtiva e no saldo das contas externas no curto e médio prazo, mesmo quando implementadas de forma progressiva. Neste contexto, a possibilidade de negociar reduções das tarifas impostas aos produtos comunitários em mercados externos seria positiva, mas os desenvolvimentos recentes parecem apontar de uma forma geral em sentido contrário⁵. Um exemplo óbvio é a saída do Reino Unido – o quarto principal destino das exportações portuguesas de bens em 2016 e o sexto principal fornecedor de bens – do espaço de comércio livre da União Europeia. Adicionalmente, a incerteza relativamente a este processo de saída e à política comercial dos Estados Unidos têm efeitos claramente negativos. A instabilidade das regras amplia a frequência dos reajustamentos setoriais, especialmente onerosos para economias com debilidades estruturais, tal como a portuguesa.

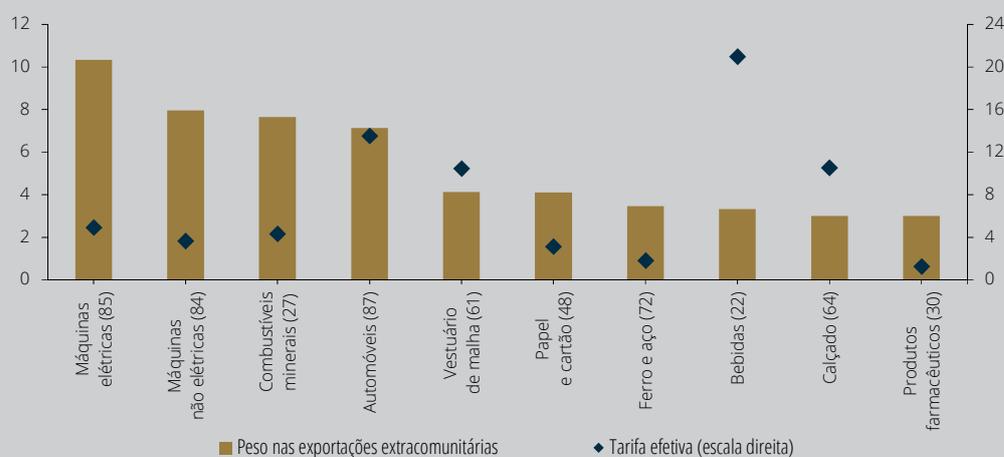


Gráfico 7 •
Principais produtos exportados no comércio extracomunitário português em 2015: peso e tarifa efetiva | Em percentagem

Fontes: UN Comtrade Database e World Integrated Trade Solution's Tariff Dataset (cálculos do Banco de Portugal).

Nota: (a) Os números entre parênteses indicam a categoria dos produtos de acordo com a decomposição a dois dígitos da versão de 2012 do Sistema Harmonizado de Designação e Codificação de Mercadorias. A descrição das categorias foi abreviada.

Conclusão

O comércio internacional teve um impacto muito positivo no padrão de bem-estar mundial ao longo das últimas décadas. Em particular, os consumidores beneficiaram do alargamento das possibilidades de escolha e de uma redução do preço dos bens e serviços.

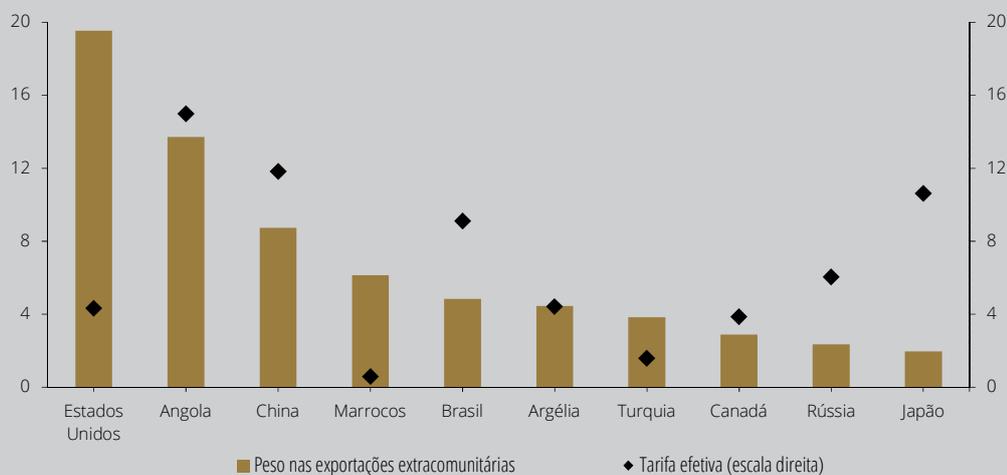
No entanto, a perturbação do comércio internacional decorrente da participação de novos países ou de desenvolvimentos tecnológicos é responsável por ajustamentos difíceis e muitas vezes prolongados para determinados grupos da população. Num contexto de menor atividade económica global, tal como o observado nos últimos anos, estes ajustamentos conduziram ao ressurgimento de críticas ao comércio internacional, principalmente nas economias avançadas.

Estas críticas partem de problemas efetivos tais como os elevados níveis de desemprego, o aumento da desigualdade na distribuição do rendimento ou até a degradação do meio ambiente. Porém, a resposta a tais problemas deverá passar pela criação de mecanismos que facilitem o ajustamento e não pela imposição de barreiras ao comércio que reduzem inequivocamente o bem-estar global. No caso específico

de Portugal, um aumento do protecionismo prejudicaria fortemente a economia nacional. As debilidades estruturais que persistem na economia portuguesa dificultam o ajustamento da estrutura produtiva a novos contextos competitivos. Adicionalmente, as exportações têm desempenhado um papel fundamental no crescimento do produto e na correção do desequilíbrio externo.

No futuro, os desafios ao comércio internacional poderão assumir novas facetas. Em particular, existe uma grande preocupação com o facto dos avanços no processo de automação virem a acentuar os desafios no mercado de trabalho (Autor, 2015). Na sequência dos desenvolvimentos registados nas últimas décadas, a adoção de tecnologias autónomas e inteligentes tenderá a intensificar a perda de empregos nas tarefas intermédias da cadeia produtiva e a amplificar a vantagem comparativa dos trabalhadores que executam tarefas criativas e especializadas (Baldwin, 2016). As respostas a estes desafios não são evidentes, mas parece claro que, em paralelo com o reforço das políticas de educação e requalificação dos trabalhadores, deverá existir alguma forma de redistribuição de rendimento entre os grupos da população afetados.

Gráfico 8 •
Principais países de destino das exportações extracomunitárias portuguesas em 2015: peso e tarifa efetiva
| Em percentagem



Fontes: UN Comtrade Database e World Integrated Trade Solution's Tariff Dataset (cálculos do Banco de Portugal).

Referências

- Amador, J.**, 2017, "Portugal e o comércio internacional." Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Amador, J.** e **F. di Mauro**, 2015, (editores). "The age of global value chains: maps and policy issues". Centre for Economic Policy Research, *Vox-ebook*.
- Amador, J.** e **R. Stehrer**, 2014, "As exportações portuguesas nas cadeias de valor globais" *Boletim Económico*, abril, Banco de Portugal.
- Antràs, P.**, 2015, "Global Production: Firms, Contracts, and Trade Structure", *Princeton University Press*, Princeton, New Jersey
- Autor, D. H.**, 2015, "Why are there still so many jobs? The history and future of workplace automation" *Journal of Economic Perspectives*, 29(3): 3-30.
- Baldwin, R.**, e **P. R. Krugman**, 1986, "Market access and international competition: a simulation of study of 16K random access memories" *NBER Working Papers*, w1936, National Bureau of Economic Research.
- Baldwin, R.**, 2003, "Openness and growth: What's the empirical relationship?" *NBER Working Papers*, w9578, National Bureau of Economic Research.
- Baldwin, R.**, 2013, "Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going", In D.K. Elms and P. Low (eds), *Global Value Chains in a Changing World* (chapter 1, pp. 13-59). Geneva, Switzerland: World Trade Organization (WTO).
- Baldwin, R.**, **Ito, T.**, e **H. Sato**, 2014, "The smile curve: evolving sources of value added in manufacturing." *Joint Research Program Series*, IDE-JETRO.
- Baldwin, R.**, 2016, "The Great Convergence: Information Technology and the New Globalization." *The Belknap Press of Harvard University Press*, Cambridge, Massachusetts.
- Bastiat, F.**, 1845, "A petition from the manufacturers of candles, tapers, lanterns, sticks, street lamps, snuffers, and extinguishers, and from producers of tallow, oil, resin, alcohol, and generally of everything connected with lighting." *Sophismes Économiques*.
- Beason, R.** e **D. E. Weinstein**, 1996, "Growth, economies of scale, and targeting in Japan (1955-1990)." *The Review of Economics and Statistics*, 78(2): 286-295.
- Bernard, A. B.**, **Eaton, J.**, **Jenson J. B.** e **S. Kortum**, 2003, "Plants and productivity in international trade." *American Economic Review*, 93(4), 1268-1290.
- Broda, C.** e **D. E. Weinstein**, 2006, "Globalization and the gains from variety." *Quarterly Journal of Economics*, 121, 541-585.
- Cabral, S.**, e **C. Manteu**, 2010, "Ganhos da importação de novas variedades: o caso de Portugal." *Boletim Económico*, verão de 2010, Banco de Portugal.
- Comissão Europeia**, 2010a, "Special Eurobarometer 357: international trade." https://data.europa.eu/euodp/en/data/dataset/S905_74_1_EBS357
- Comissão Europeia**, 2010b, "Trade as a driver of prosperity." *Commission Staff Working Paper*.
- Fajjgelbaum, P. D.**, e **A. Khandelwal**, 2016, "Measuring the unequal gains from trade." *Quarterly Journal of Economics*, 131(3), 1113-1180.
- Feyrer, J.**, 2009, "Trade and income — exploiting time series in geography." *NBER Working Papers*, w14910, National Bureau of Economic Research.
- Francois, J.**, **Manchin, M.** e **H. Norberg**, 2007. "Passing on of the benefits of trade openness to consumers." Comissão Europeia, Directorate General for Trade.
- Frankel, J. A.** e **D. H. Romer**, 1999. "Does trade cause growth?" *American Economic Review*, 89(3), 379-399.
- Furman, J.**, **Russ, K.**, e **J. Shambaugh**, 2017, "US tariffs are an arbitrary and regressive tax." *VoxEU*, 15 de janeiro. voxeu.org/article/us-tariffs-are-arbitrary-and-regressive-tax
- Gawande, K.**, **Krishna, P.** e **M. Olarreaga**, 2005, "Lobbying competition over trade policy." *International Economic Review*, 53(1), 115-132.
- Grossman, G. M.** and **E. Rossi-Hansberg**, 2008, "Trading tasks: A simple theory of offshoring", *American Economic Review*, 98(5), 1978-1997.

- Helpman, E.**, 1981, "International trade in the presence of product differentiation, economies of scale and monopolistic competition: A Chamberlin-Heckscher-Ohlin approach." *Journal of International Economics*, 11(3), 305-340.
- Hufbauer, G.C. e S. Lowry**, 2012, "US tire tariffs: saving few jobs at high cost." *Policy Brief*, 12-9, Peterson Institute for International Economics.
- Krugman, P.**, 1979, "Increasing returns, monopolistic competition, and international trade." *Journal of International Economics*, 9(4), 469-479.
- Krugman, P.**, 1980, "Scale economies, product differentiation, and the pattern of trade." *American Economic Review*, 70(5), 950-959.
- Krugman, P.**, 1981, "Intraindustry specialization and the gains from trade." *Journal of Political Economy*, 89(5), 959-973.
- Krugman, P., Obstfeld, M. e M. J. Melitz**, 2012, "International economics: theory and policy." Pearson.
- Luzio, E. e S. Greenstein**, 1995, "Measuring the performance of a protected infant industry: the case of Brazilian microcomputers." *Review of Economics and Statistics*, 77(4): 622-633.
- Melitz, M. J.**, 2003, "The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity." *Econometrica*, 71(6), 1695-1725.
- Ricardo, D.**, ed., 1817, "On the principles of political economy and taxation". Londres: John Murray.
- Rodrik, D.**, 2017, "Populism and the economics of globalization". *NBER Working Paper* w23559.
- Sala-i-Martin, X.**, 1997, "I just ran two million regressions." *American Economic Review*, 87(2), 178-183.

Notas

1. Para uma análise mais detalhada deste modelo veja-se Krugman, Obstfeld e Melitz, 2012.
2. Em 2016, o peso das importações intracomunitárias no total das importações portuguesas de bens foi de 77,7%. Para as exportações de bens, este peso foi de 75,2%.
3. A base de dados *World Integrated Trade Solution's Tariff* reporta tarifas equivalentes *ad-valorem*, segundo o método da UNCTAD.
4. As tarifas efetivas implícitas são calculadas considerando os valores pagos ao nível país-produto (com base na desagregação a seis dígitos do Sistema Harmonizado de 2012) e o fluxo comercial total para o respetivo país-produto. As subseqüentes agregações ao nível do país e do produto baseiam-se nos pesos dos fluxos comerciais. Embora existam alguns fluxos para os quais não está disponível informação necessária ao cálculo da tarifa efetiva, o grau de cobertura da base de dados é elevado (98% nas importações e 88% nas exportações).
5. Existem exceções à tendência de abrandamento da liberalização do comércio. Dois exemplos recentes são o Acordo Económico e Comercial Global entre a União Europeia e o Canadá e o acordo de princípio em torno do acordo de parceria económica entre o Japão e a União Europeia, ambos celebrados este ano.

