

Boletim Económico

Outubro 2018



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Outubro 2018



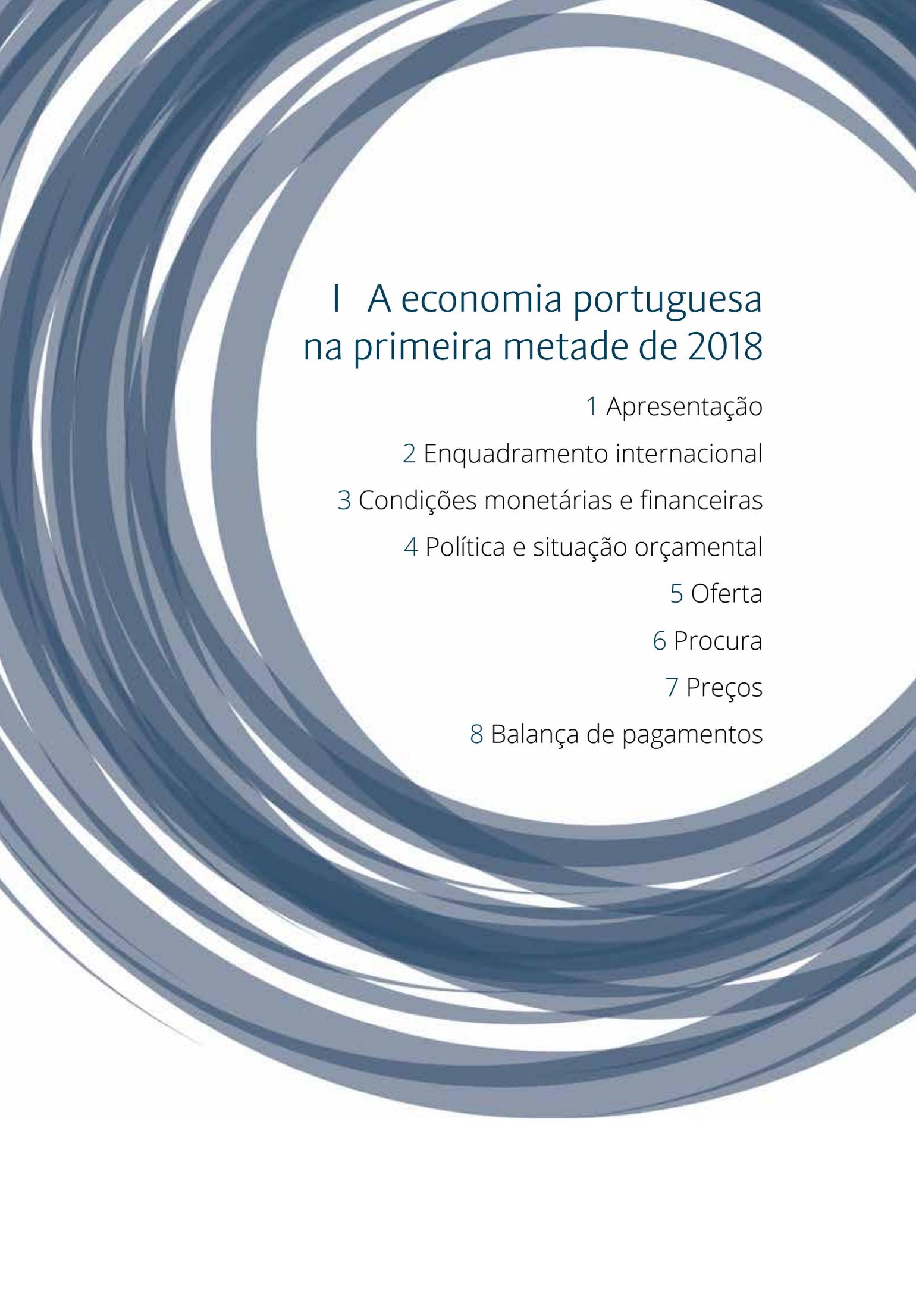
BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2018 • www.bportugal.pt

Índice

I	A economia portuguesa na primeira metade de 2018	5
1	Apresentação	7
2	Enquadramento internacional	9
Caixa 1	• Salários na área do euro: evolução desde 2013 e perspectivas	17
3	Condições monetárias e financeiras	19
3.1	Área do euro	19
3.2	Portugal	21
Caixa 2	• Política monetária na área do euro: decisões recentes e perspectivas futuras	34
Caixa 3	• Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito: determinantes da margem financeira	38
Caixa 4	• Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito: impacto do rácio de NPL na política de concessão de crédito dos bancos e respetivos mecanismos de transmissão	41
Caixa 5	• Desenvolvimentos recentes das vendas de alojamentos familiares e do crédito a particulares para habitação: heterogeneidade regional	43
Caixa 6	• Evolução da alavancagem das empresas em Portugal, Espanha e Itália	48
4	Política e situação orçamental	53
5	Oferta	58
Caixa 7	• Demografia em Portugal: evolução recente e projeções	69
6	Procura	75
Caixa 8	• Indicadores de evolução cíclica da economia portuguesa	83
7	Preços	87
8	Balança de pagamentos	92
II	Projeções para a economia portuguesa em 2018	99
III	Tema em destaque	107
	Reafetação de recursos e produtividade total dos fatores em Portugal	109
Caixa 1	• Produtividade quantidade <i>versus</i> produtividade rendimento	121





I A economia portuguesa na primeira metade de 2018

1 Apresentação

2 Enquadramento internacional

3 Condições monetárias e financeiras

4 Política e situação orçamental

5 Oferta

6 Procura

7 Preços

8 Balança de pagamentos

1 Apresentação

No primeiro semestre de 2018, a economia portuguesa continuou em expansão, embora de forma mais moderada do que em 2017. Desde o início da recuperação, em 2013, o PIB real cresceu cerca de 11% em termos acumulados, tendo alcançado o nível observado antes da crise financeira internacional. A evolução cíclica da economia portuguesa tem acompanhado a da área do euro, refletindo a crescente integração económica, monetária e financeira. Nos últimos anos, registou-se um processo gradual de convergência real, em termos *per capita*, face à média da área do euro ainda que insuficiente para recuperar as perdas observadas na última fase recessiva.

Na primeira metade de 2018, a economia portuguesa continuou a beneficiar de um enquadramento internacional globalmente benigno mas menos favorável do que o observado em 2017. O crescimento do PIB mundial manteve-se robusto mas a evolução da atividade apresentou-se mais diferenciada entre economias. Em particular, na área do euro, que concentra a maior parte das exportações portuguesas, a atividade abrandou face ao ano anterior. O comércio mundial e a procura externa dirigida a Portugal desaceleraram, num contexto de aumento de tensões protecionistas a nível global. Por seu turno, as condições monetárias e financeiras na área do euro e em Portugal – não obstante alguma volatilidade nos mercados financeiros e a apreciação do euro – mantiveram-se favoráveis, suportadas pelo amplo grau de acomodação da política monetária do BCE.

A desaceleração da economia portuguesa na primeira metade do ano refletiu essencialmente o abrandamento da atividade na indústria e na construção. Em termos das componentes da despesa, a desaceleração resultou de um menor crescimento das exportações e do investimento, enquanto o consumo privado registou uma ligeira aceleração. Estes desenvolvimentos prolongam a evolução observada no segundo semestre de 2017. O dinamismo do consumo privado continuou a refletir o crescimento significativo do rendimento disponível real das famílias e os níveis historicamente elevados da confiança dos consumidores. Esta evolução está também associada ao dinamismo do crédito ao consumo, cujo peso na despesa de consumo das famílias continuou a aumentar. A desaceleração da FBCF foi extensiva à generalidade das componentes, destacando-se o contributo da FBCF em construção para este abrandamento. Por seu turno, a FBCF em máquinas e equipamentos manteve um crescimento elevado, sendo a única componente que já ultrapassou os níveis observados antes da crise financeira internacional. A evolução desta componente do investimento é importante porque se traduz num aumento do *stock* de capital produtivo e na incorporação de novas tecnologias nas empresas, contribuindo para um maior crescimento do produto potencial. As exportações mantiveram um crescimento superior ao da procura externa na primeira metade de 2018, continuando por isso a observar-se ganhos de quota nos mercados externos. No entanto, estes ganhos foram inferiores aos registados em 2017 e concentrados em alguns setores, nomeadamente automóveis e turismo.

Para o ano de 2018 projeta-se uma taxa de crescimento do PIB de 2,3%, inalterada face à projeção do Boletim Económico de junho. O abrandamento face ao ano de 2017 (2,8%) reflete o menor crescimento das exportações e do investimento, em linha com os desenvolvimentos observados na primeira metade do ano.

A atual fase expansiva da economia portuguesa tem sido caracterizada por um maior equilíbrio entre o contributo da procura interna e das exportações para o crescimento do PIB face ao observado no passado. Tal continuou a verificar-se na primeira metade do ano, contribuindo para a preservação do equilíbrio externo da economia. No ano terminado no primeiro semestre de 2018, a economia portuguesa manteve uma capacidade de financiamento face ao exterior, ainda que inferior à observada em 2017. A expansão da atividade tem sido também compatível com a redução do endividamento dos agentes privados. No que se refere às administrações públicas, a conjugação de um excedente

primário com uma taxa de juro do *stock* da dívida inferior ao crescimento nominal da economia deverá continuar a implicar uma dinâmica descendente da dívida pública em rácio do PIB. Neste âmbito, a evidência disponível sobre a execução orçamental sugere que o objetivo fixado para o saldo das administrações públicas em 2018 é exequível, embora não isento de riscos. A consolidação e aprofundamento dos progressos nestas áreas é fundamental para uma correção duradoura dos desequilíbrios macroeconómicos acumulados, continuando os elevados níveis de endividamento a ser uma das principais vulnerabilidades da economia portuguesa. A posição devedora líquida da economia face ao exterior mantém níveis muito elevados em comparações internacionais e em termos históricos. A dívida pública em rácio do PIB permanece também das mais elevadas da área do euro.

A situação do mercado de trabalho continuou a melhorar no primeiro semestre de 2018. O ritmo de criação de emprego desacelerou mas continuou a exceder o crescimento da atividade. Tal como nos dois anos anteriores, o contributo dos escalões etários mais elevados para o crescimento do emprego manteve-se significativo. A queda da taxa de desemprego – que atingiu no segundo trimestre de 2018 o valor mais baixo desde o segundo trimestre de 2004 – continuou a refletir, em larga medida, a redução da incidência do chamado desemprego de muito longa duração. A diminuição significativa do desemprego estará a contribuir para um maior crescimento dos salários. Não obstante, num contexto de menores pressões inflacionistas externas e fatores idiossincráticos, a inflação manteve-se em níveis baixos no primeiro semestre de 2018, inferiores aos observados na área do euro.

Após cinco anos de recuperação, em que o crescimento da atividade excedeu, em geral, a média das estimativas de crescimento potencial, existem indicações de uma redução da margem de recursos produtivos não utilizados na economia portuguesa. Por um lado, o nível de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora e nos serviços tem vindo a aumentar, aproximando-se dos níveis registados antes do eclodir da crise económica e financeira internacional. Por outro lado, os indicadores do nível de subutilização do trabalho têm vindo a reduzir-se. As estimativas disponíveis para o hiato do produto – definido como o diferencial entre o PIB observado e o potencial – sugerem que este se encontra em valores próximos de zero, depois de um período longo em que registou valores negativos. Neste contexto, é exetável uma moderação gradual da taxa de crescimento do PIB nos próximos anos, consistente com uma aproximação à taxa de crescimento potencial.

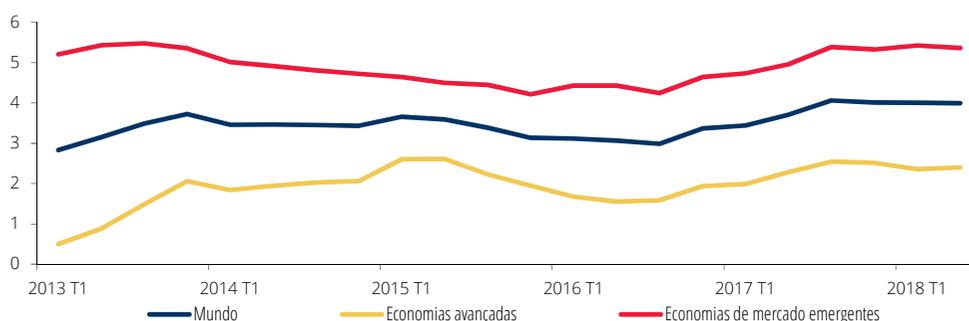
A progressiva maturação do processo cíclico torna crucial a criação de condições para um aumento do potencial estrutural de crescimento da economia portuguesa, em particular tendo em conta os riscos colocados pelos elevados níveis de endividamento e os desafios associados à evolução demográfica, aos baixos níveis de capital por trabalhador e de qualificação da mão-de-obra e às debilidades no funcionamento de mercados, que conduziram a afetações ineficientes de recursos no passado. Neste contexto, as políticas estruturais deverão desempenhar um papel ativo, sendo especialmente relevantes as medidas que promovam um aumento sustentado do investimento, uma melhoria da utilização e da qualidade dos fatores produtivos e o funcionamento eficiente dos mercados. No Tema em destaque deste Boletim é apresentada uma análise baseada em dados de empresas que mostra que, ao longo da última década, a renovação do tecido empresarial – ocorrida através da entrada de novas empresas e da saída de empresas que cessaram a sua atividade – contribuiu positivamente para a evolução da produtividade no setor transacionável, sujeito à concorrência internacional, mas negativamente no setor dos serviços não transacionáveis. Este resultado sugere que a implementação de políticas que aumentem a concorrência neste último setor poderá ter consequências positivas para o crescimento da produtividade, provenientes de uma melhor reafetação de recursos. Noutra âmbito, é igualmente importante a definição de medidas para mitigar o impacto macroeconómico das tendências de redução e envelhecimento da população. Finalmente, uma condição essencial para um crescimento económico sustentado é a manutenção de um quadro de estabilidade macroeconómica. Neste contexto, um aspeto fundamental é a necessidade de avanços decisivos no aprofundamento da união económica e monetária.

2 Enquadramento internacional

..... Crescimento da atividade e do comércio mundiais manteve-se sólido no primeiro semestre de 2018, mas mais diferenciado entre economias

Depois de uma aceleração da atividade mundial em 2017, no primeiro semestre de 2018 o ritmo de crescimento do PIB mundial manteve-se robusto, mas a expansão económica tornou-se mais diferenciada entre países (Gráfico I.2.1). No grupo de economias avançadas, o crescimento homólogo do PIB real diminuiu ligeiramente face à segunda metade de 2017. A atividade desacelerou na área do euro, no Reino Unido e no Japão mas acelerou nos EUA. Por seu turno, no conjunto das economias de mercado emergentes, o PIB manteve uma taxa de crescimento elevada. No entanto, entre as maiores economias de mercado emergentes a evolução económica no primeiro semestre foi também diversa, registando-se um crescimento forte na China e Índia mas uma desaceleração no Brasil e na Turquia.

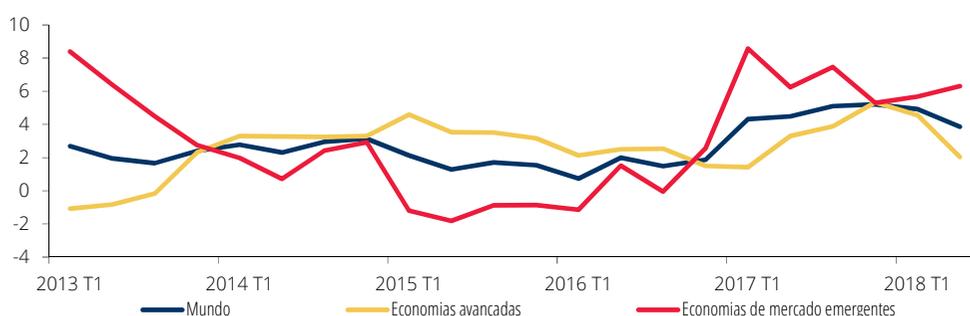
Gráfico I.2.1 • Crescimento do PIB mundial | Taxa de variação homóloga, em percentagem



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

O comércio mundial de bens desacelerou no primeiro semestre de 2018, mas continuou a apresentar um ritmo de crescimento sólido (4,4%, em termos homólogos, face a 5,2% na segunda metade de 2017) (Gráfico I.2.2). É de salientar o abrandamento das importações das economias avançadas. As tensões comerciais a nível global aumentaram substancialmente na primeira metade de 2018, refletindo as medidas protecionistas anunciadas pelos EUA e as retaliações por parte dos seus parceiros comerciais, apresentando-se como um risco assinalável para a evolução do comércio internacional e, em consequência, da atividade mundial (Gráfico I.2.3).

Gráfico I.2.2 • Importações mundiais de bens | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Gráfico I.2.3 • Índice de incerteza política | Média móvel de 3 meses



Fonte: “Measuring Economic Policy Uncertainty” – Scott Baker, Nicholas Bloom e Steven J. Davis disponível em www.PolicyUncertainty.com. | Notas: O índice global é uma média ponderada (em termos do PIB a preços correntes) dos índices de 20 países (Austrália, Brasil, Canadá, Chile, China, França, Alemanha, Grécia, Índia, Irlanda, Itália, Japão, México, Países Baixos, Rússia, Coreia do Sul, Espanha, Suécia, Reino Unido e EUA). Cada índice nacional reflete a frequência relativa em artigos em jornais nacionais de termos relacionados com 3 categorias: economia, política e incerteza. No que respeita aos EUA, o gráfico inclui o correspondente índice de incerteza política e um índice de incerteza política comercial que se baseia na frequência relativa em artigos em jornais nacionais de termos relacionados com as 3 categorias acima e de termos especificamente relacionados com política comercial. Este último índice baseia-se numa amostra de jornais norte americanos com uma cobertura mais alargada. Última observação – julho 2018.

Evolução do preço internacional do petróleo condicionada por tensões geopolíticas

O preço internacional do petróleo manteve até maio a trajetória ascendente iniciada em meados de 2017, resultante do prolongamento dos cortes na produção acordados entre os países da OPEP e outros produtores. A evolução do preço do petróleo foi também condicionada pela incerteza política no médio oriente e pela menor oferta resultante de limitações de produção na América Latina. Em junho, o preço do petróleo inverteu esta trajetória, dada a expectativa de um aumento de produção na reunião dos países produtores de petróleo no final do mês. Nesta reunião, os países da OPEP e outros países produtores de petróleo decidiram aumentar a produção de forma a cumprir os níveis de oferta definidos no acordo de novembro de 2016. Posteriormente, a evolução do preço internacional do petróleo foi condicionada pelas tensões entre os EUA e o Irão e a China, cuja intensificação a partir de meados de agosto impulsionou o preço do petróleo para níveis acima de 77 USD/barril (cerca de 66 EUR/barril) no final de agosto. Estes níveis estão cerca de 15% acima dos observados no final de 2017 (19% em EUR).

Picos de volatilidade observados nos mercados financeiros internacionais no primeiro semestre, intensificando-se nos meses mais recentes

Durante a primeira metade do ano, registaram-se diversos picos de volatilidade nos mercados financeiros internacionais, que estiveram associados aos receios de retirada de estímulos monetários pela Reserva Federal, ao anúncio e aplicação de medidas protecionistas pelos EUA e à instabilidade política em alguns países da área do euro. Até finais de agosto, continuaram a observar-se episódios de volatilidade. Desde finais de 2017, os principais índices acionistas registaram desempenhos diferenciados, destacando-se a valorização do índice norte-americano e o desempenho muito negativo do índice chinês (Gráfico I.2.4). Na área do euro e no Japão, os índices também caíram, mas de forma mais contida.

No mercado obrigacionista, observou-se uma subida das taxas de juro da dívida pública nos EUA e também no Reino Unido, associada a expectativas de subida das taxas de juro de política monetária num futuro próximo (Gráfico I.2.5). Na área do euro as taxas de juro de dívida pública apresentaram períodos de volatilidade associados à já referida instabilidade política e que se traduziram num alargamento dos diferenciais da dívida pública de alguns países face à dívida alemã.

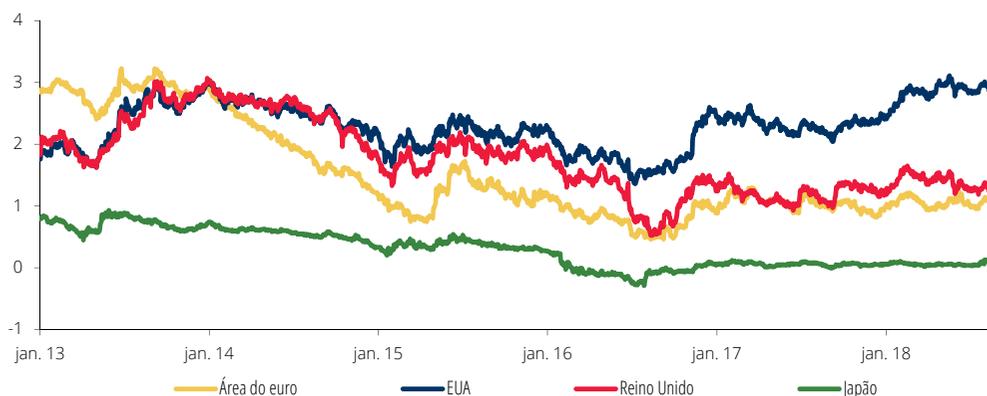
No mercado cambial, verificou-se uma tendência de apreciação das moedas das economias avançadas no primeiro semestre de 2018, especialmente do dólar norte-americano, e de depreciação das moedas das economias de mercado emergentes, embora não no caso da moeda chinesa. Apesar da trajetória de ligeira apreciação do renmimbi nos primeiros seis meses do ano (2,8% no final de junho face ao final de 2007, em termos efetivos nominais), é de notar que a intensificação de tensões comerciais com os EUA induziu uma depreciação da moeda chinesa a partir de meados de junho e que foi interrompida apenas em agosto. No final de agosto o renmimbi encontrava-se 0,7% acima do nível observado no final de 2017. As tensões políticas com os EUA contribuíram também para a evolução da lira turca, cuja trajetória de depreciação se acentuou significativamente a partir de finais do primeiro semestre. No final de agosto esta moeda apresentava uma depreciação de cerca de 40% face ao final de 2017 e de cerca de 30% desde o final de junho.

Gráfico I.2.4 • Mercados acionistas | Índice jan.17 = 100



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters. | Notas: Índices bolsistas representados: Dow Jones Eurostoxx 50 (área do euro), Standard and Poors (EUA), Footsie (Reino Unido), Nikkei (Japão) e Shanghai Stock Exchange Composite (China). Última observação – 31 de agosto.

Gráfico I.2.5 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos | Percentagem



Fontes: BCE e Bloomberg. | Nota: Última observação – 31 de agosto.

... Nas economias avançadas o crescimento da atividade manteve-se robusto e a inflação apresentou algum aumento no primeiro semestre

No primeiro semestre, a atividade económica manteve um ritmo de crescimento robusto nas economias avançadas, apesar do abrandamento verificado no primeiro trimestre que esteve em parte associado a condições meteorológicas adversas. A expansão da atividade foi acompanhada por um aumento moderado da inflação total, com desenvolvimentos diferenciados entre as maiores economias. Contudo, a inflação excluindo as componentes mais voláteis manteve-se relativamente estável em níveis mais baixos.

Nos EUA, o PIB aumentou 2,7% em termos homólogos no primeiro semestre, acima do ritmo de crescimento registado no decurso de 2017 (2,2% no conjunto do ano). O maior ritmo de expansão da atividade na primeira metade do ano refletiu a manutenção do crescimento do consumo privado e uma aceleração da formação bruta de capital fixo (FBCF) e das exportações. O dinamismo da atividade terá sido suportado pela manutenção de condições monetárias e financeiras favoráveis, pela melhoria continuada da situação no mercado de trabalho e pelo impacto do pacote de estímulo orçamental introduzido no final de 2017. No que se refere à inflação, a variação homóloga do deflator do consumo privado subiu ao longo da primeira metade de 2018, situando-se em 2,3% em julho de 2018 (1,8% em dezembro de 2017). A subida é também visível quando se excluem as componentes mais voláteis. A variação homóloga do deflator do consumo privado excluindo bens energéticos e alimentares aumentou de 1,6% em dezembro de 2017 para 2,0% em março e manteve-se em torno desse valor até julho. A mediana das estimativas do *Federal Open Market Committee* divulgadas em junho coloca a inflação em torno de 2,1% até 2020, ligeiramente acima do objetivo de política monetária da Reserva Federal. Nas reuniões de março e junho de 2018, a Reserva Federal voltou a subir as taxas de juro de política monetária e reforçou a possibilidade de um ciclo mais rápido de subidas.

O PIB no Reino Unido, o principal parceiro comercial português fora da área do euro, aumentou 1,2% em termos homólogos no primeiro semestre, abaixo do crescimento registado na segunda metade de 2017 (1,5%). O consumo privado aumentou 1,1%, um ritmo apenas ligeiramente abaixo do registado na segunda metade de 2017, mas verificou-se um abrandamento notório da FBCF (de um crescimento homólogo de 3,3% na segunda metade de 2017 para 1,1% no primeiro semestre de 2018). As exportações e as importações abrandaram (de 6,0% e 1,8%, respetivamente, na segunda metade de 2017 para taxas próximas de 0% em ambos os casos no primeiro semestre de 2018). A taxa de variação homóloga do índice de preços no consumidor diminuiu de 3,0% em dezembro de 2017 para 2,5% em julho de 2018, refletindo o desaparecimento gradual do impacto da depreciação passada da libra, que influenciou a evolução da inflação em 2017. No entanto, a acumulação gradual de pressões internas sobre os preços e os efeitos de alterações de impostos e tarifas de alguns produtos e serviços implementados ao longo de 2018 deverão condicionar a evolução da inflação. O Banco de Inglaterra projeta uma convergência da inflação para o objetivo de 2,0% até ao final de 2020. Perante esta expectativa, conjugada com uma evolução da atividade económica em linha com o esperado, o Banco de Inglaterra decidiu em agosto subir a taxa de juro de política monetária para 0,75% (+0,25 pp). As perspetivas para a economia do Reino Unido estão sujeitas a riscos assinaláveis associados à incerteza relativamente às negociações de saída do país da União Europeia (UE), que registaram um progresso limitado. A generalidade dos estudos sobre o impacto da saída do Reino Unido da UE sugerem que o impacto sobre o PIB do Reino Unido poderá ser substancial, em particular nos cenários que consideram uma configuração futura de acordo entre os dois blocos económicos que implica um menor grau de integração económica. Para os países da área do euro, o impacto estimado é, em geral, moderado e relativamente semelhante entre países, com a exceção notável da Irlanda, e

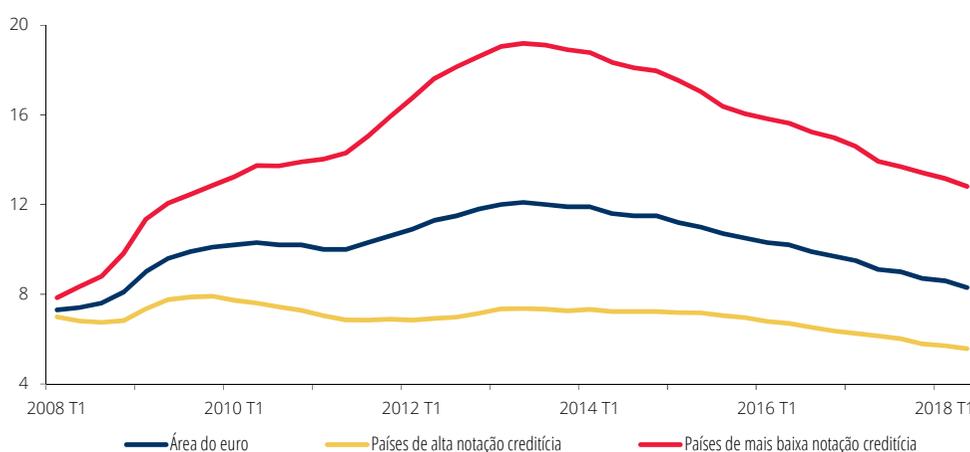
tem em conta essencialmente as repercussões decorrentes dos impactos sobre as trocas comerciais e a taxa de câmbio.¹

No que se refere à evolução da atividade económica nas economias de mercado emergentes que têm maior importância como parceiros comerciais portugueses, no primeiro semestre destaca-se a manutenção de um ritmo de crescimento forte na economia chinesa (6,8%, em termos homólogos, idêntico ao registado em 2017) mas uma desaceleração significativa do PIB no Brasil (1,1% em termos homólogos, face a 2,0% na segunda metade de 2017) num quadro de elevada incerteza política, sendo de assinalar a desaceleração das exportações e, em menor grau, das importações desta economia.

⋮ A expansão da atividade na área do euro prolongou-se na primeira ⋮ metade de 2018, embora a um ritmo menor do que no ano anterior

No primeiro semestre de 2018, a atividade na área do euro registou um abrandamento face ao crescimento forte registado em 2017, mas manteve um ritmo de crescimento robusto (2,3% em termos homólogos, face a 2,5% em 2017). O crescimento da atividade nos países da área do euro apresenta um dos mais baixos níveis de dispersão desde o início da área do euro. A procura interna continuou a apresentar um crescimento robusto, em particular a FBCF, mas quer as exportações quer as importações desaceleraram. O consumo privado apresentou um ritmo de crescimento, em termos homólogos, ligeiramente inferior ao registado em 2017, continuando a ser suportado por condições financeiras favoráveis e pela melhoria da situação do mercado de trabalho. O emprego continuou a aumentar no primeiro semestre, situando-se cerca de 2,0% acima do nível mais alto atingido antes da crise no primeiro trimestre de 2008. A taxa de desemprego manteve a trajetória de redução, atingindo 8,2% em julho, o nível mais baixo dos últimos cinco anos (Gráfico I.2.6). Apesar da redução da taxa de desemprego ser visível na maioria dos países da área do euro, esta mantém-se elevada em vários países, situando-se ainda acima dos valores registados há dez anos nalguns casos.

Gráfico I.2.6 • Taxa de desemprego na área do euro | Percentagem



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A área do euro tem composição fixa (19 países em toda a amostra). Países de alta notação creditícia: Alemanha, França, Países Baixos, Áustria, Bélgica e Finlândia. Países de mais baixa notação creditícia: Itália, Espanha, Irlanda, Portugal, Grécia e Chipre. Última observação: 2018 T2.

1. Veja-se, por exemplo, a caixa 2.1 – “O impacto económico da saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*)”, *Boletim Económico*, outubro de 2016, Banco de Portugal e FMI (2018), *Euro area policies – Selected Issues: Long-term impact of the Brexit on the EU*, junho.

Nas quatro maiores economias da área do euro, que pesam cerca de 50% na procura externa portuguesa (Quadro I.2.1), a atividade económica registou um abrandamento no primeiro semestre face ao crescimento registado em 2017. Este abrandamento foi menos acentuado na economia espanhola, onde o PIB continuou a crescer a um ritmo mais forte do que nas outras economias (aumento homólogo de 2,8% no primeiro semestre face a 3,1% em 2017). Nestas quatro economias, observou-se uma desaceleração das exportações e das importações de bens e serviços. O comportamento da procura interna foi mais diferenciado. Na Alemanha e na França registou-se uma moderação do ritmo de crescimento, que se manteve no entanto mais dinâmico do que em Itália, onde a procura interna cresceu ligeiramente mais do que no semestre anterior. Em Espanha, economia que assume particular relevância pelo seu peso nas exportações portuguesas, a procura interna manteve-se dinâmica no primeiro semestre mas registou um menor crescimento homólogo face ao observado na segunda metade de 2017. Este abrandamento refletiu uma desaceleração da FBCF (aumento de 4,6% no primeiro semestre face a 5,6% no semestre anterior), resultado de um fraco crescimento no primeiro trimestre. O abrandamento das exportações e importações de bens e serviços foi acentuado na economia espanhola, com um aumento homólogo no primeiro semestre de 2018 de 2,2% no caso das exportações e de 2,4 % no caso das importações, face a 5,6% e 5,5% na segunda metade de 2017, respetivamente.

⋮ A procura externa dirigida a Portugal abrandou no primeiro semestre de 2018, particularmente a proveniente da área do euro

A procura externa dirigida a Portugal no primeiro semestre de 2018 cresceu 3,4%, em termos homólogos, o que compara com 4,9% na segunda metade de 2017 (Quadro I.2.1). Esta desaceleração refletiu sobretudo o abrandamento relativamente generalizado das importações intra-área do euro.

Quadro I.2.1 • Procura externa de bens e serviços | Taxa de variação homóloga real, em percentagem

	Pesos ^(b)	2014	2015	2016	2017	2017 S1	2017 S2	2018 S1
Procura externa ^(a)	100,0	5,0	4,4	1,7	4,4	3,9	4,9	3,4
Procura externa intra-área do euro	62,7	5,1	6,3	3,1	4,7	4,3	5,1	2,8
Importações								
Espanha	25,5	6,6	5,9	2,7	4,7	3,8	5,5	2,4
Alemanha	12,0	3,6	5,2	4,0	5,3	5,0	5,6	3,6
França	12,5	4,9	5,7	3,1	4,1	4,3	4,0	1,8
Itália	3,4	3,0	6,6	3,8	5,7	5,8	5,6	1,8
Procura externa extra-área do euro	37,3	4,7	1,4	-0,5	3,9	3,2	4,5	4,3
Importações								
Reino Unido	6,8	3,8	5,5	3,3	3,1	4,4	1,8	0,2
Estados Unidos	4,9	5,1	5,5	1,9	4,6	4,4	4,7	4,6
<i>Por memória:</i>								
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		2,8	1,7	1,5	4,8	4,4	5,2	4,4

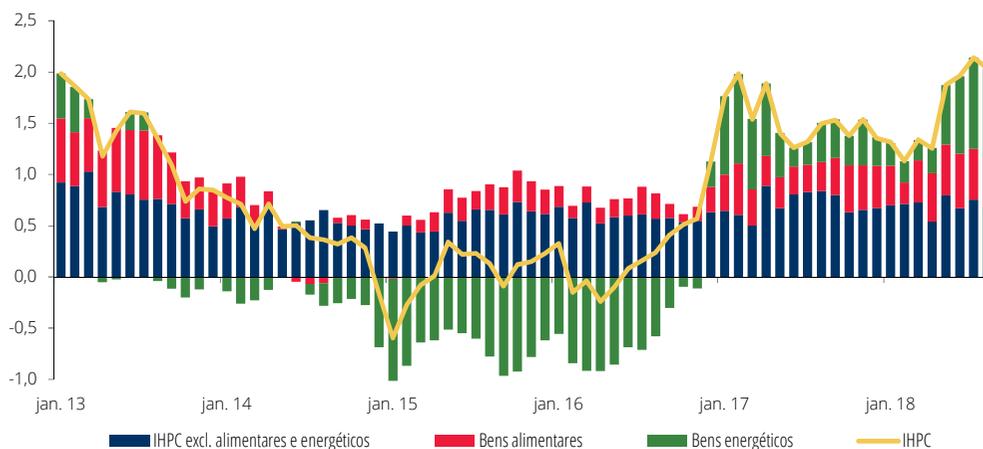
Fontes: BCE, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, FMI, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: As taxas de variação apresentadas para os diversos países dizem respeito às respetivas importações de bens e serviços. (a) Calculada pelo BCE como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país/região é ponderada de acordo com o seu peso nas exportações de Portugal. (b) Pesos médios referentes ao período 2014-16.

⋮ Aumento da inflação na área do euro, refletindo a aceleração dos preços dos bens energéticos

No primeiro semestre, a inflação na área do euro aumentou face ao final de 2017, depois de alguma irregularidade nos primeiros meses do ano, em grande medida associada à volatilidade em algumas

componentes (Gráfico I.2.7). A taxa de variação homóloga do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) aumentou significativamente em maio, de 1,3% para 1,9%, situando-se em 2,0% em agosto. Esta evolução esteve associada ao comportamento do preço do petróleo nos mercados internacionais e também a efeitos de base. A variação homóloga do IHPC excluindo bens alimentares e energéticos manteve-se em torno de 1,0% ao longo do primeiro semestre de 2018, superando os níveis particularmente baixos atingidos em 2014-15. A dispersão das taxas de inflação entre países da área do euro diminuiu significativamente nos últimos anos e tem-se mantido em níveis historicamente baixos (Gráfico I.2.8).

Gráfico I.2.7 • Inflação na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem e contributos, em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.2.8 • Dispersão da inflação entre países da área do euro | Pontos percentuais



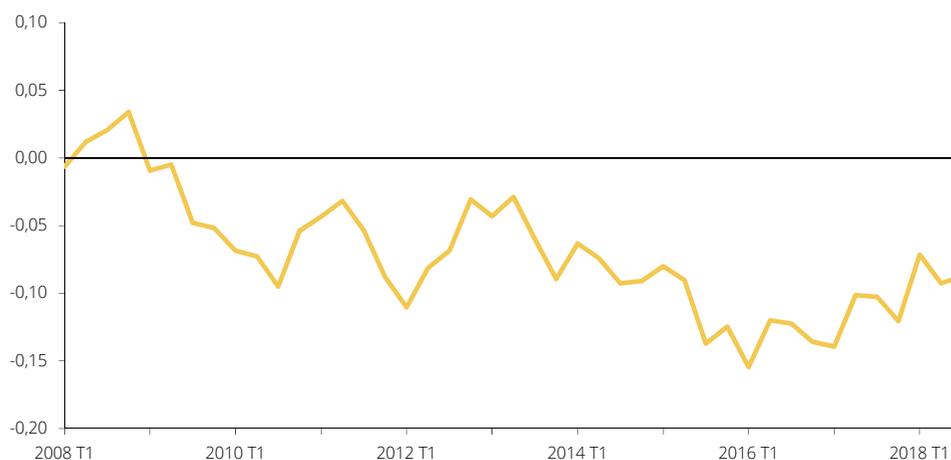
Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Dispersão medida pelo desvio-padrão das taxas de variação homóloga do IHPC/IHPC exc. alimentares e energéticos dos países da área do euro, ponderados pelo seu peso no respetivo índice.

As pressões inflacionistas internas associadas ao crescimento das remunerações na área do euro têm registado um aumento gradual. No primeiro semestre de 2018, as remunerações por empregado mantiveram a trajetória de aceleração iniciada em meados de 2016, com um crescimento homólogo de 2,1% (1,7% no segundo semestre de 2017). Embora este maior crescimento das

remunerações por empregado tenha estado em larga medida associado à evolução do desvio salarial², que tende a reagir de forma mais rápida à melhoria cíclica da economia, na primeira metade de 2018 verificou-se também um maior aumento dos salários negociados, que parecem ter também começado a reagir à melhoria das condições no mercado de trabalho (Caixa 1).

As expectativas de inflação na área do euro para prazos mais longos implícitas em instrumentos de mercado mantiveram-se relativamente estáveis desde outubro de 2017, altura do último anúncio de expansão do programa de compra de ativos pelo Banco Central Europeu (BCE). Para prazos mais curtos, continuou a verificar-se um aumento das expectativas de inflação. De acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*), as expectativas de inflação para um horizonte de quatro a cinco anos têm-se mantido em cerca de 1,9%. O balanço de riscos em torno desta estimativa, medido pela assimetria da distribuição de probabilidade em torno da estimativa pontual, tem vindo a subir mas manteve-se enviesado em baixa (Gráfico I.2.9).

Gráfico I.2.9 • SPF – Balanço de riscos em torno da expectativa de inflação a 4/5 anos



Fonte: BCE. | Notas: Balanço de riscos – diferença entre a média da distribuição de probabilidade agregada e a previsão pontual do SPF. Um valor negativo sinaliza riscos em baixa. Última observação – SPF 2018 T3.

2. Diferença entre o crescimento dos ordenados e salários por empregado e o crescimento dos salários negociados.

Caixa 1 • Salários na área do euro: evolução desde 2013 e perspetivas

A recuperação da atividade económica na área do euro tem sido acompanhada por um ritmo assinalável de criação de emprego, acima da elasticidade histórica face ao crescimento do PIB. Neste contexto, a taxa de desemprego diminuiu significativamente, não obstante o aumento continuado da taxa de atividade. Este dinamismo no mercado de trabalho não foi acompanhado por uma aceleração salarial até meados de 2016 (Gráfico C1.1). Desde então, a taxa de crescimento dos salários tem aumentado de forma gradual. Nesta caixa é analisada a evolução dos salários na área do euro desde o início da recuperação económica em 2013, recorrendo a um modelo de curva de Phillips. Adicionalmente, são avaliadas as perspetivas para o crescimento salarial nos próximos anos.

No modelo de curva de Phillips considerado nesta caixa, o crescimento das remunerações por empregado é determinado pela inflação observada no passado, pelo crescimento da produtividade por trabalhador e pela taxa de desemprego do trimestre anterior (Gráfico C1.2). O poder explicativo do modelo é relativamente baixo, um resultado que é habitual na literatura. Ainda assim, o modelo sugere que, no início do período em análise, o crescimento salarial historicamente baixo foi, em grande medida, explicado pelo contributo negativo e persistente da taxa de desemprego. A partir de 2014 e até meados de 2017, verificou-se uma redução gradual deste contributo, num contexto de diminuição da taxa de desemprego. No entanto, esta redução da taxa de desemprego foi compensada por um contributo negativo da inflação, num ambiente de inflação baixa em termos históricos na área do euro.

No período mais recente, a trajetória ascendente do crescimento salarial parece ser explicada, em parte, pela redução continuada da taxa de desemprego e pela dissipação gradual do contributo negativo da inflação. No entanto, a existência de resíduos negativos significativos e persistentes até ao primeiro trimestre de 2018 sugere que outros determinantes, para além dos considerados no modelo, exerceram uma pressão negativa sobre os salários. Estes resíduos podem captar, de um modo geral, outros fatores que possam ter levado a alterações na relação entre o crescimento dos salários e os determinantes considerados no modelo. Entre outras explicações, na literatura tem sido apontado o impacto das reformas estruturais do mercado de trabalho implementadas em vários países, as alterações na composição do emprego e os avanços no processo de automação.³ No entanto, o papel destes fatores não é consensual e a evidência empírica existente não permite discernir os seus contributos relativos.

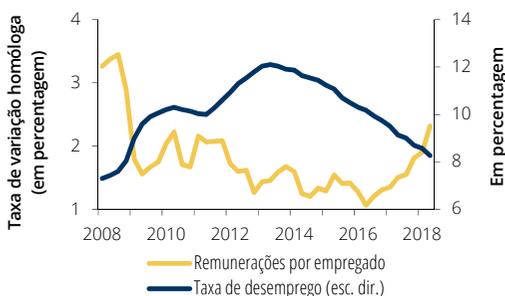
Naturalmente, as dúvidas sobre os determinantes do crescimento salarial no período mais recente tornam as perspetivas para o futuro relativamente incertas. Ainda assim, a diminuição continuada da taxa de desemprego deverá continuar a contribuir positivamente para a aceleração gradual dos salários, tal como previsto nas projeções de setembro de 2018 elaboradas pelos especialistas do Eurosistema. Esta perspetiva de aceleração continuada é sustentada pelos resultados das negociações salariais mais recentes (Gráfico C1.3). Efetivamente, enquanto até ao final de 2017 a aceleração das remunerações por empregado se deveu sobretudo ao desvio salarial⁴, em 2018 esta tem refletido sobretudo taxas de crescimento mais elevadas dos salários negociados, os quais

3. Para uma discussão mais alargada destes fatores ver, por exemplo, Comissão Europeia (2017), "What drives wage developments?". *European Economic Forecast*, outono, caixa I.2 e FMI (2017), "Recent wage dynamics in advanced economies: drivers and implications". *World Economic Outlook*, outubro, capítulo 2.

4. O desvio salarial é medido como a diferença entre o crescimento dos ordenados e salários por empregado e o crescimento dos salários negociados. Este desvio tende a refletir a evolução de componentes não recorrentes, como os bônus, a compensação de horas extraordinárias e outros pagamentos pontuais.

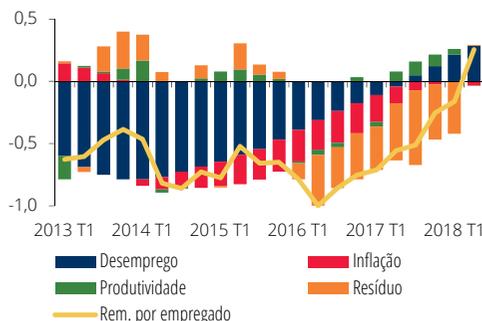
parecem ter começado a reagir à melhoria das condições no mercado de trabalho, embora com um desfazamento superior ao observado no passado. Também as expectativas dos agentes face ao crescimento salarial no futuro têm sido revistas em alta, como evidenciado pela aproximação da distribuição das expectativas do Inquérito do BCE a Analistas Profissionais à configuração observada no período que antecedeu a moderação salarial (Gráfico C1.4). Ainda assim, em média, as expectativas destes analistas para a taxa de crescimento anual em 2020 (2,2%) encontram-se abaixo da projeção dos especialistas do Eurosistema (2,7%).

Gráfico C1.1 • Remunerações por empregado e taxa de desemprego



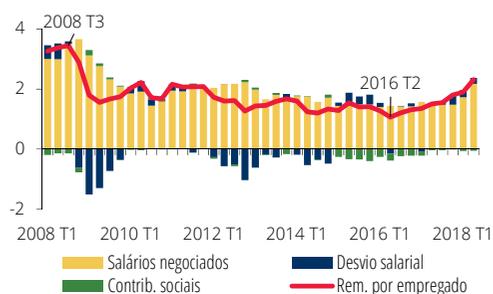
Fontes: BCE e Eurostat.

Gráfico C1.2 • Remunerações por empregado e os seus determinantes | Taxa de crescimento anual e contributos em desvios face à média de longo prazo



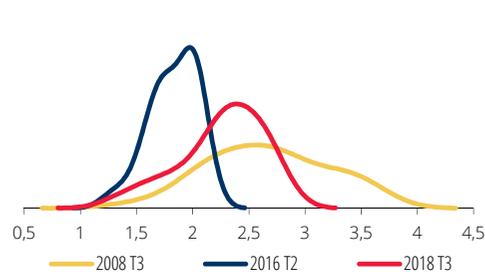
Fontes: BCE, Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Contributos calculados com base numa regressão das remunerações por empregado (cadeias trimestrais anualizadas) numa constante, nas remunerações por empregado no trimestre anterior, na taxa de desemprego no trimestre anterior, na inflação no trimestre anterior e na produtividade por trabalhador. Média de longo prazo – 1998 T1-2018 T2.

Gráfico C1.3 • Remunerações por empregado | Taxa de crescimento anual, em percentagem e decomposição, em pontos percentuais



Fontes: BCE, Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Desvio salarial – diferença entre a taxa de crescimento dos ordenados e salários por empregado e a taxa de crescimento dos salários negociados. Contribuições sociais – diferença entre a taxa de crescimento das remunerações por empregado e a taxa de crescimento dos ordenados e salários por empregado; deste modo, esta componente só difere de zero quando as contribuições sociais dos empregadores crescem a uma taxa diferente da dos ordenados e salários.

Gráfico C1.4 • Expectativas para as remunerações por empregado no ano t+2 | Taxa de crescimento anual (em percentagem) e densidade de Kernel



Fontes: BCE (Inquérito a Analistas Profissionais) e cálculos do Banco de Portugal.

3 Condições monetárias e financeiras

3.1 Área do euro

... O BCE anunciou a intenção de terminar as compras líquidas
... no âmbito do APP no final de 2018, mas manteve o compromisso
... de manutenção de uma política monetária acomodatória

Os progressos alcançados no sentido da convergência sustentada da inflação na área do euro para o objetivo de estabilidade de preços do BCE, em particular desde a adoção em 2015 do programa alargado de compra de ativos (*Expanded asset purchase programme* – APP), levaram a que o Conselho de Governadores do BCE anunciasse na reunião de junho a intenção de reduzir o ritmo mensal de compras líquidas no âmbito do APP para €15 mil milhões a partir de outubro até ao final de dezembro de 2018 e de terminar as compras líquidas no final de 2018, caso os dados entretanto disponibilizados confirmem as perspetivas relativamente à inflação no médio prazo (Caixa 2). O BCE indicou também que irá manter a política de reinvestimento do capital dos títulos vincendos do APP durante um período prolongado após o termo das aquisições líquidas e que as taxas de juro diretoras deverão manter-se nos níveis atuais, pelo menos, durante o verão de 2019 e, em qualquer caso, enquanto for necessário para assegurar que a evolução da inflação permanece alinhada com as atuais expectativas de um ajustamento sustentado. Na reunião de setembro de 2018, o Conselho de Governadores do BCE confirmou a redução do ritmo mensal de aquisições líquidas de ativos para €15 mil milhões a partir de outubro de 2018.

... As condições monetárias e financeiras na área do euro
... mantiveram-se favoráveis

Apesar de períodos de maior volatilidade associada nomeadamente a incerteza política em alguns países membros, as condições monetárias e financeiras na área do euro mantiveram-se favoráveis na primeira metade de 2018. No entanto, os desenvolvimentos nos mercados financeiros contribuíram para um ligeiro aperto das condições financeiras, especialmente no final do semestre.

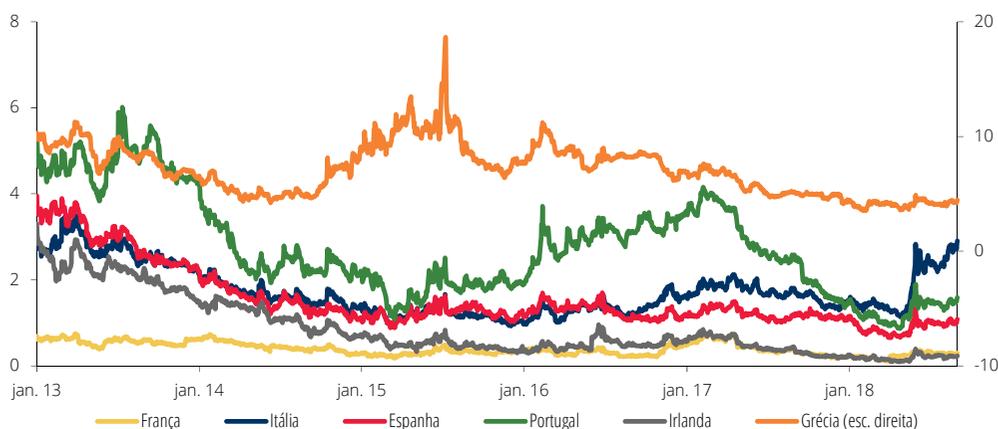
Os diferenciais das taxas de rendibilidade de dívida soberana dos países da área do euro face à Alemanha alargaram em abril e maio de 2018, especialmente no caso de Itália, coincidindo com o aumento de tensões políticas, mas também em Portugal e Espanha (Gráfico I.3.1). Posteriormente verificou-se alguma normalização, embora os diferenciais de rendibilidade da dívida italiana face à alemã se tenham mantido muito acima dos níveis observados no início do ano. Em julho e agosto verificou-se novamente um episódio de alargamento dos diferenciais das taxas de rendibilidade da dívida soberana de Itália face à Alemanha, em particular dado o enquadramento de incerteza política naquele país.

Face ao final de 2017, observou-se uma apreciação do euro em termos efetivos nominais.⁵ Apesar de uma depreciação temporária associada a movimentos de aversão ao risco durante o período de maior incerteza relativamente à formação de governo em Itália, o enfraquecimento de algumas moedas de economias de mercado emergentes desde maio (nomeadamente a lira turca) potenciou a apreciação

5. Taxa de câmbio efetiva nominal do euro calculada face às moedas de 38 dos principais parceiros comerciais da área do euro.

em termos efetivos do euro. Contudo, o euro depreciou face ao dólar norte-americano a partir de meados de abril, num quadro de expectativas de adiamento de alterações de política monetária por parte do BCE e de continuação da normalização do nível de taxas de juro pela Reserva Federal norte-americana. Em agosto, o euro apresentava uma apreciação de cerca de 3% em termos nominais efetivos face a dezembro de 2017.

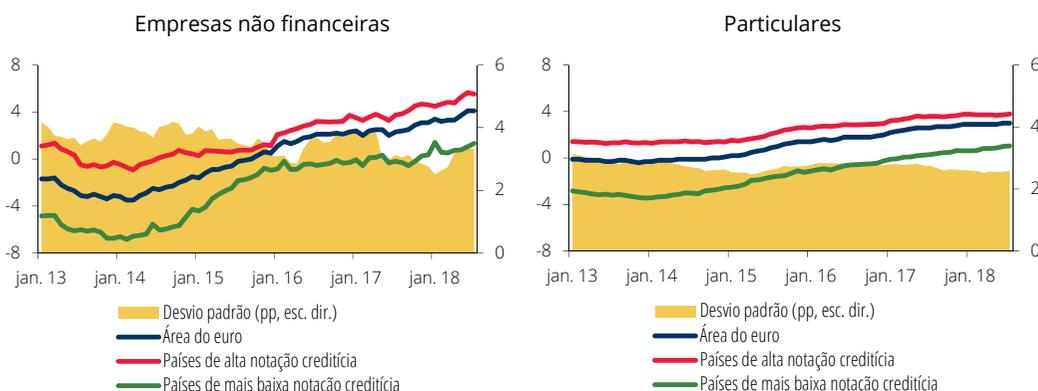
Gráfico I.3.1 • Diferencial de rendibilidade da dívida pública a 10 anos face à Alemanha | Pontos percentuais



Fonte: Thomson Reuters. | Nota: Última observação – 31 de agosto.

As condições de financiamento das empresas não financeiras e das famílias mantiveram-se favoráveis na área do euro. No que se refere às empresas não financeiras, o custo de financiamento bancário manteve-se em níveis baixos no primeiro semestre de 2018 e os novos empréstimos bancários continuaram a recuperar (taxa de variação anual de 4,1% em julho, comparativamente com 3,1% em dezembro de 2017), embora nos países com notação creditícia mais baixa o ritmo de crescimento seja ainda relativamente fraco (Gráfico I.3.2). No caso dos particulares, o custo de financiamento bancário manteve-se relativamente inalterado desde o início do ano e a variação anual dos novos empréstimos bancários manteve-se em níveis idênticos aos do final de 2017 (taxa de variação anual de 3,0% em julho, face a 2,9% em dezembro de 2017).

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



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: As taxas de variação anual são calculadas com base em saldos corrigidos de reclassificações, vendas e outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Países de alta notação creditícia: Alemanha, França, Países Baixos, Áustria, Bélgica e Finlândia. Países de mais baixa notação creditícia: Espanha, Itália, Irlanda, Grécia, Chipre e Portugal. Última observação: julho.

No Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito de abril e julho, os bancos da área do euro continuaram a reportar um aumento da procura por parte das empresas não financeiras e das famílias, associado ao baixo nível das taxas de juro, e um alívio dos critérios de concessão de empréstimos nos vários segmentos, motivado por pressões competitivas e perceção de menor risco. No inquérito divulgado em abril, os bancos mantiveram também as indicações de impactos positivos do APP e da taxa de facilidade de depósito negativa no volume de empréstimos concedidos nos seis meses anteriores. Em relação ao APP, os bancos continuaram a reportar um impacto positivo na sua posição de liquidez e nas condições de financiamento em mercado mas voltaram a reportar uma deterioração da sua rentabilidade devido a margens de juro líquidas mais baixas. Os bancos apontaram ainda um impacto desfavorável da taxa de depósito negativa sobre as suas margens financeiras. As respostas dos bancos do conjunto da área do euro à pergunta *ad hoc* incluída no inquérito divulgado em julho sobre os principais fatores determinantes da margem financeira dos bancos sugerem como principal fator a pressão da concorrência de outras instituições bancárias e de instituições financeiras não bancárias, bem como do financiamento do mercado (Caixa 3). Relativamente à pergunta *ad hoc* sobre o impacto do rácio de ativos não produtivos na política de concessão de crédito, o conjunto de bancos da área do euro indicou que este rácio contribuiu para aumentar a restritividade dos critérios de concessão e termos e condições aplicados no crédito (Caixa 4). Existe heterogeneidade nos resultados reportados pelos bancos dos diversos países, sendo o impacto mais relevante no grupo de países de mais baixa notação de crédito. No entanto, o impacto na restritividade reportado para os últimos seis meses é consideravelmente inferior ao identificado para o período entre o início de 2014 e o final de 2017.

3.2 Portugal

As condições de financiamento dos bancos residentes permaneceram estáveis no primeiro semestre de 2018

No Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os bancos não reportaram alterações de relevo no seu financiamento na generalidade dos mercados, com exceção do financiamento a retalho, o que poderá estar relacionado com a persistência de um ambiente de taxas de juro oficiais negativas (Gráfico I.3.3).

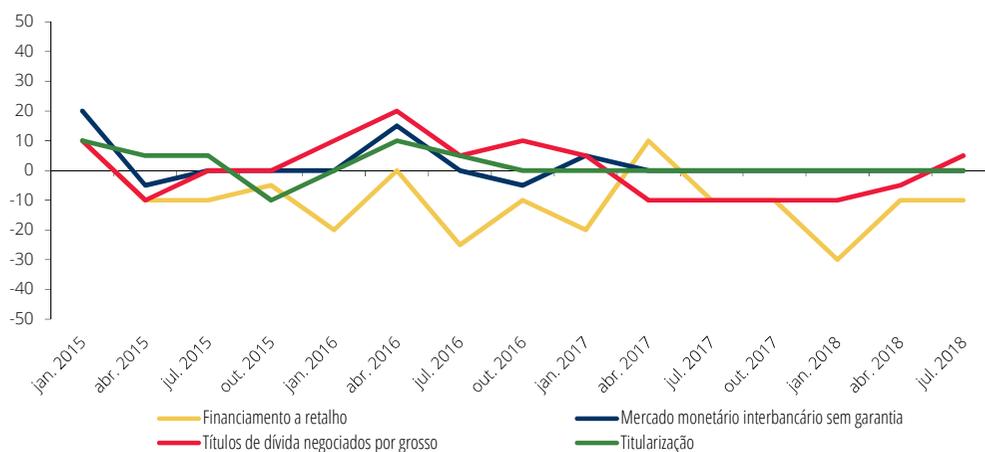
A estabilidade das condições de financiamento dos bancos, num quadro em que as taxas de juro estão em níveis historicamente baixos, tem sido acompanhada de uma aceleração do crédito bancário concedido a particulares e a empresas, com particular evidência no segmento dos particulares.

As condições de financiamento dos particulares continuaram favoráveis

No primeiro semestre de 2018, as taxas de juro dos novos empréstimos bancários para aquisição de habitação mantiveram um perfil de ligeira redução, em linha com o que aconteceu em 2017 (Gráfico I.3.4). A taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) média dos novos empréstimos para aquisição de habitação reduziu-se de 2,4%, em dezembro de 2017, para 2,1% em junho de 2018. Esta evolução ficou a dever-se sobretudo a uma diminuição ligeira dos *spreads* aplicados pelos bancos, uma vez que a taxa de juro interbancária que serve de indexante permaneceu estável.

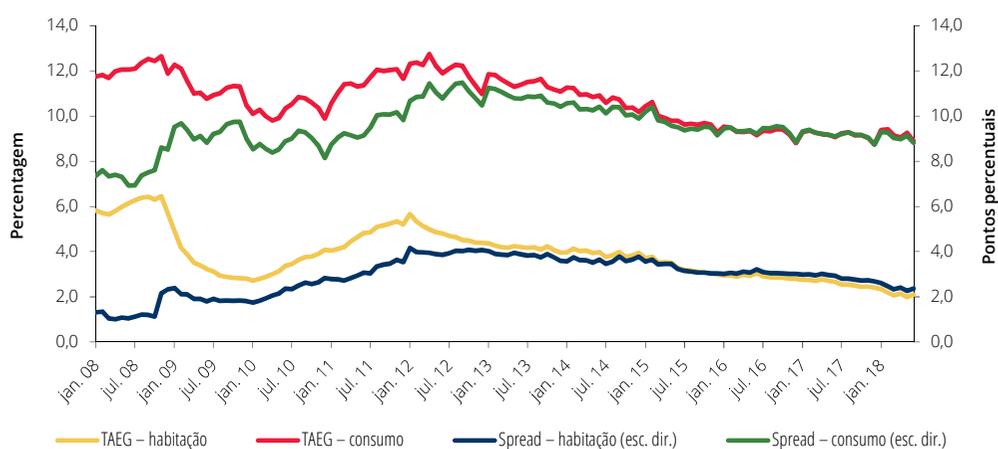
A análise das respostas à questão *ad hoc* incluída no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito em julho de 2018, sobre os determinantes do nível dos *spreads* aplicados pelos bancos residentes nos empréstimos a particulares para aquisição de habitação, sugere que a pressão da concorrência é o fator mais relevante (Caixa 3).

Gráfico I.3.3 • Alterações nas condições de financiamento dos bancos residentes | Índice de difusão



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

Gráfico I.3.4 • Taxas de juro de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Em percentagem e pontos percentuais



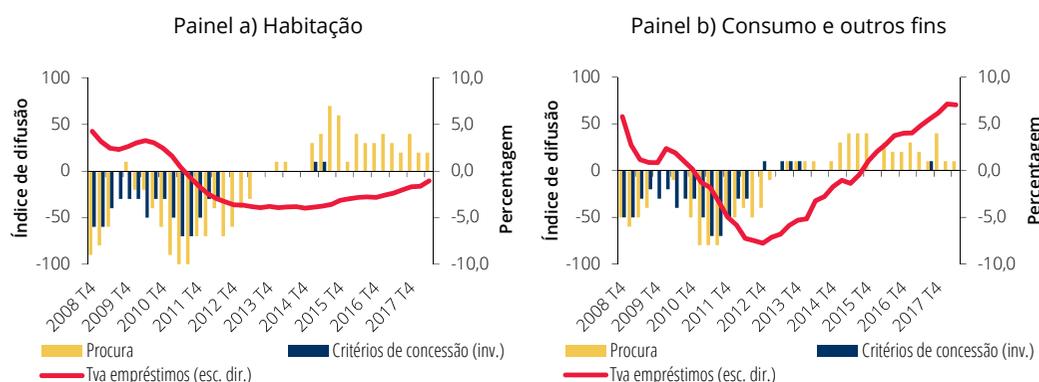
Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal. | Notas: A taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) representa o custo total do crédito para o consumidor, i.e., todos os custos, incluindo juros e outros encargos que o consumidor tem de pagar pelo crédito. As TAEG médias são calculadas com base nas TAEG dos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo. No cálculo dos *spreads*, nos empréstimos para habitação considera-se a Euribor a 6 meses; nos empréstimos para consumo consideram-se a Euribor a 6 meses, a Euribor a 1 ano e a taxa de juro dos *swaps* a 5 anos como taxas de juro de referência para os períodos de fixação das taxas inferior a 1 ano, 1 ano e 5 anos, respetivamente.

No crédito ao consumo, as taxas de juro dos novos empréstimos bancários mantiveram-se relativamente estáveis, face ao final de 2017. A respetiva TAEG média passou de 8,8%, em dezembro de 2017, para 8,9% em junho de 2018.

..... O crédito a particulares continuou dinâmico, sobretudo : no segmento do consumo

Na primeira metade de 2018, a taxa de variação anual dos empréstimos bancários a particulares para aquisição de habitação continuou a aumentar (Gráfico I.3.5, painel a)). Todavia, permaneceu em valores negativos (-1,1% em junho de 2018, face a -2,4% e -1,7% em junho e dezembro de 2017, respetivamente), uma vez que as amortizações dos empréstimos anteriormente concedidos continuaram a ser superiores aos montantes dos novos empréstimos. No segmento do consumo e outros fins, a taxa de variação anual dos empréstimos concedidos pelos bancos aumentou de 4,8%, em junho de 2017, para 6,2% em dezembro desse ano e para 7,0% em junho de 2018 (Gráfico I.3.5, painel b)).

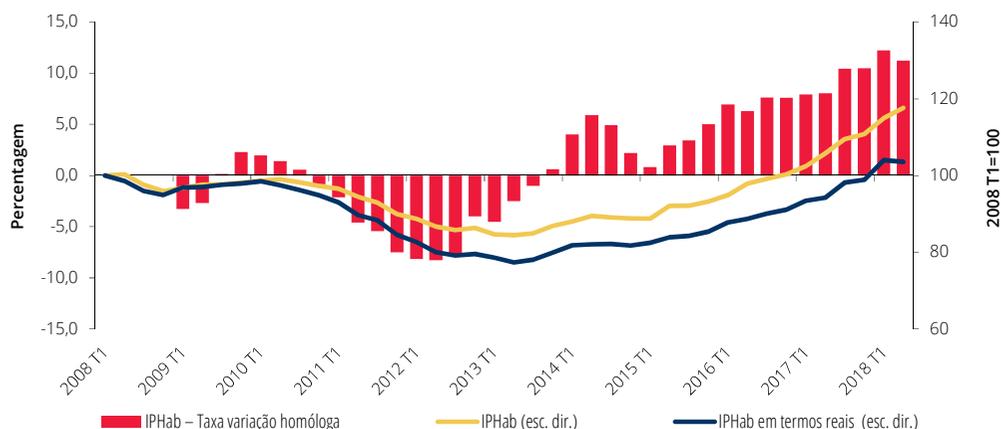
Gráfico I.3.5 • Procura e oferta de empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Índice de difusão e taxa de variação anual em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito e varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem um aumento (uma redução) da procura e uma menor (maior) restritividade dos critérios de concessão do crédito (escala invertida). O valor zero corresponde à situação “sem alterações”. As taxas de variação anual do crédito são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

Segundo o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a evolução recente do crédito concedido pelos bancos residentes a particulares tem subjacente um maior dinamismo da procura de empréstimos, uma vez que do lado da oferta os critérios de concessão de crédito têm-se mantido relativamente estáveis. Para os bancos inquiridos, o aumento da procura está sobretudo relacionado com a melhoria da confiança dos consumidores, assim como com o baixo nível geral das taxas de juro. No segmento do crédito à habitação, referem ainda as perspectivas de evolução mais favorável do mercado da habitação, incluindo a evolução esperada dos preços nesse mercado. Do lado da oferta, apesar da relativa estabilidade dos critérios, termos e condições aplicados na contratação do crédito, os bancos inquiridos referem que as pressões exercidas pela concorrência têm contribuído para atenuar, de algum modo, a restritividade na concessão de crédito a particulares.

Gráfico I.3.7 • Preços da habitação | Percentagem e índice

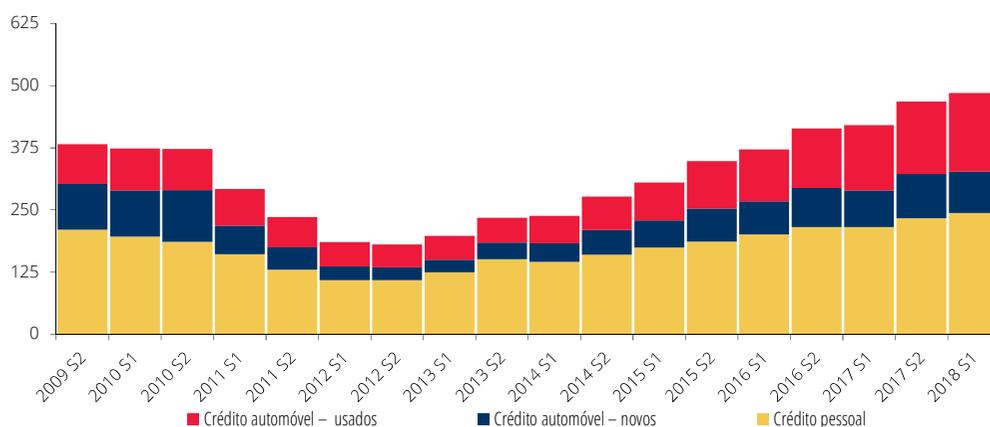


Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Os preços da habitação são medidos pelo Índice de Preços da Habitação (IPHab). O preço em termos reais corresponde ao rácio do IPHab e o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC).

..... O peso dos empréstimos para consumo no consumo privado manteve um perfil ascendente

O montante dos novos empréstimos concedidos pelos bancos residentes para consumo continuou a aumentar ao longo do primeiro semestre de 2018, atingindo valores próximos dos registados nos anos que precederam a crise financeira internacional (Gráfico I.3.6). O perfil de evolução da contratação de crédito para consumo continuou a refletir o aumento do crédito pessoal e do crédito automóvel para aquisição de veículos usados, que se manteve bastante dinâmico (Gráfico I.3.8).

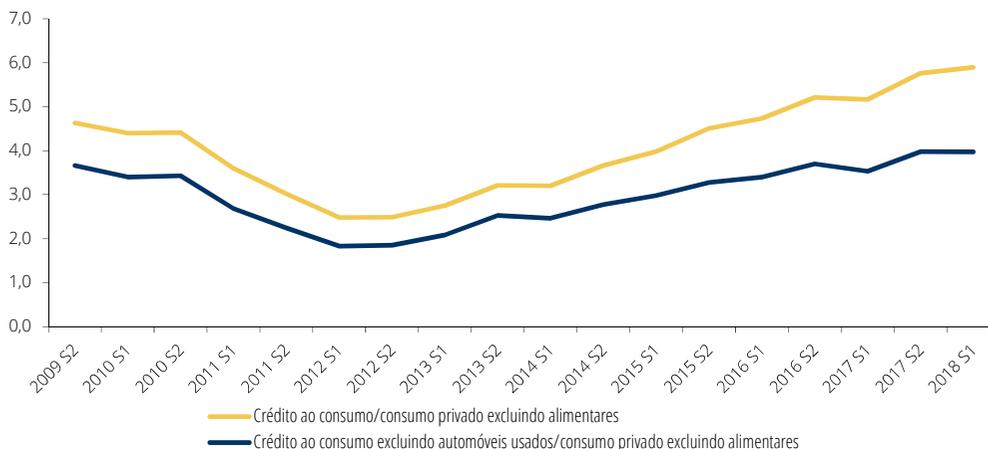
Gráfico I.3.8 • Montante dos novos contratos de crédito aos consumidores concedidos por instituições financeiras residentes, por tipo de crédito | Valor médio mensal a preços de 2011, em milhões de euros



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

O dinamismo do crédito a particulares para consumo tem implicado um aumento da fração de consumo financiada com recurso a crédito, para níveis que se situam acima dos níveis observados na segunda metade de 2009 (Gráfico I.3.9).

Gráfico I.3.9 • Novos empréstimos ao consumo concedidos por instituições financeiras residentes | Em percentagem do consumo privado excluindo alimentares

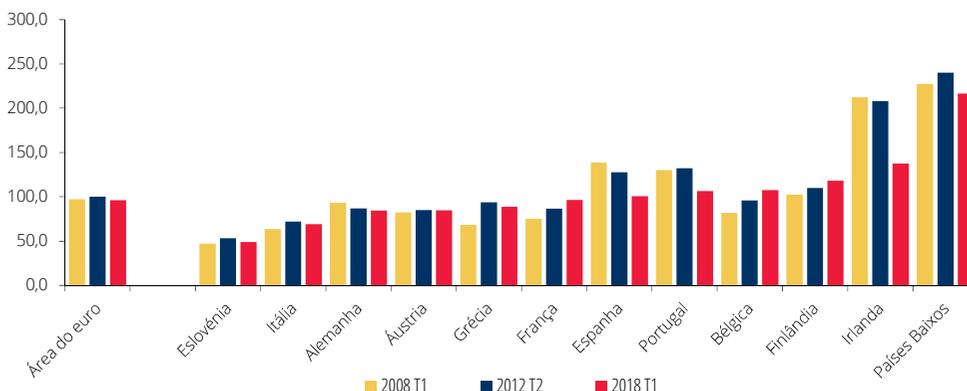


Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: O agregado do crédito ao consumo não inclui o crédito *revolving* (i.e., os cartões de crédito, linhas de crédito, contas correntes bancárias e facilidades de descoberto) atendendo a que, para esse tipo de crédito, os montantes correspondem a *plafonds* e não a utilizações de crédito. Apresenta-se também o indicador que exclui o crédito para aquisição de automóveis usados, atendendo a que uma parte destas aquisições não é contabilizada no consumo privado.

• A dívida dos particulares em percentagem do rendimento disponível reduziu-se

A dívida dos particulares (empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais) em percentagem do rendimento disponível reduziu-se face ao último trimestre de 2017, prolongando o perfil decrescente observado desde o segundo trimestre de 2012. A evolução em 2018 reflete sobretudo o aumento do rendimento disponível, com o aumento do crédito ao consumo a compensar a redução cada vez menos acentuada do crédito para aquisição de habitação. No final do primeiro trimestre de 2018, este rácio situava-se em 106%, um valor superior à média da área do euro (Gráfico I.3.10).

Gráfico I.3.10 • Dívida dos particulares em Portugal e em países da área do euro | Em percentagem do rendimento disponível

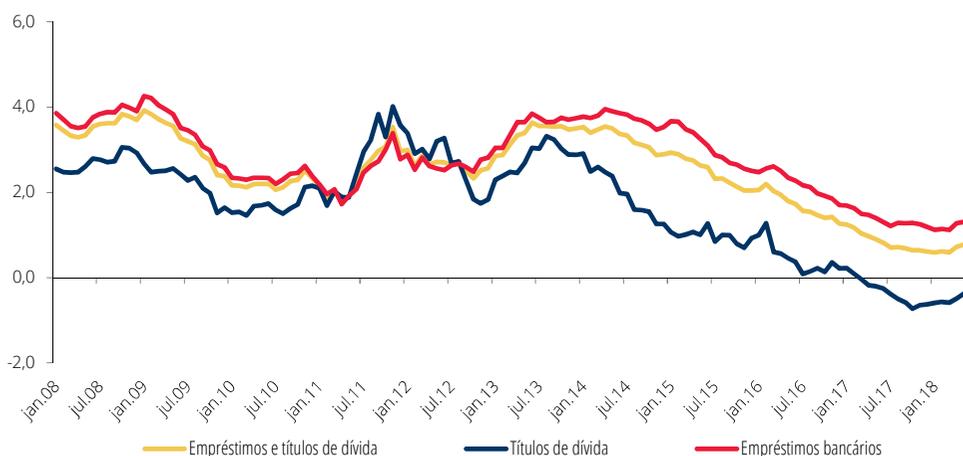


Fontes: Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O agregado da dívida engloba empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais (valores não consolidados). O valor do rendimento disponível corresponde ao valor do ano terminado no respetivo trimestre de 2008, 2012 e 2018. Apresentam-se os países da área do euro para os quais se dispõe de informação. Os valores da Áustria e da Grécia em “2018 T1” correspondem aos trimestres mais recentes disponíveis, respetivamente, 2017 T3 e 2017 T4. Os valores para a área do euro correspondem à soma dos valores para os países apresentados. O valor de “2018 T1” para a área do euro corresponde ao valor de 2017 T3, último trimestre para o qual existe informação para este conjunto de países.

Interrupção do perfil de descida do custo do financiamento das empresas

O custo do financiamento das empresas não financeiras através de dívida, avaliado em termos reais, aumentou ligeiramente ao longo do primeiro semestre de 2018, depois de uma trajetória descendente entre a primeira metade de 2014 e o final de 2017 (Gráfico I.3.11). Não obstante, permanece em níveis historicamente baixos. Esta evolução resultou, por um lado, de um custo real menos negativo associado a títulos de dívida, em particular títulos de dívida de longo prazo, e, por outro, de níveis de taxa de juro real dos empréstimos bancários relativamente estáveis face ao final de 2017.

Gráfico I.3.11 • Custo de financiamento das empresas não financeiras (empréstimos e títulos de dívida), em termos reais | Em percentagem



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

As taxas de juro dos novos empréstimos a empresas permaneceram estáveis

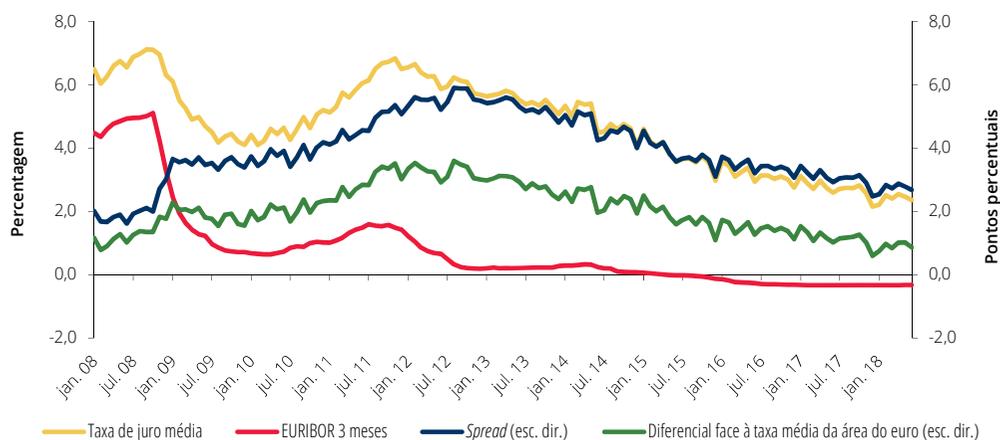
Neste semestre, as taxas de juro nominais dos novos empréstimos bancários a empresas não financeiras permaneceram relativamente estáveis, em torno de 2,4%, após uma trajetória de diminuição desde finais de 2011 (Gráfico I.3.12). O diferencial positivo face à taxa de juro média dos empréstimos a empresas não financeiras da área do euro permaneceu também estável.

De acordo com as respostas a uma das questões *ad hoc* do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a pressão da concorrência, o objetivo em termos de rendibilidade e a perceção de riscos são os fatores mais relevantes na determinação dos *spreads* nos empréstimos às empresas (Caixa 3).

Analisando as taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a empresas não financeiras privadas com diferentes níveis de risco, é notória a sua diminuição

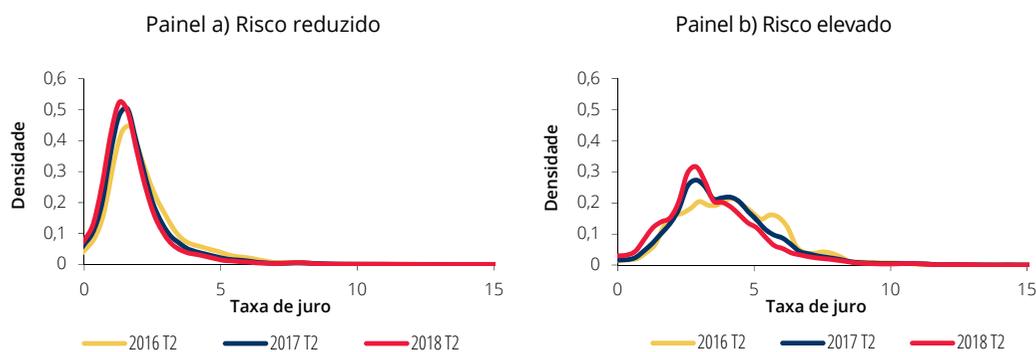
entre meados de 2017 e meados de 2018 (Gráfico I.3.13). À semelhança do passado, as taxas de juro médias dos novos empréstimos concedidos a empresas de risco elevado continuam a ser superiores às observadas nos empréstimos das empresas de risco reduzido, continuando também a apresentar uma maior dispersão. Verifica-se, todavia, que gradualmente as empresas de risco elevado estão a contratar empréstimos com taxas de juro mais baixas e com cada vez menor dispersão.

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



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

Gráfico I.3.13 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a empresas não financeiras privadas por perfil de risco | Densidade



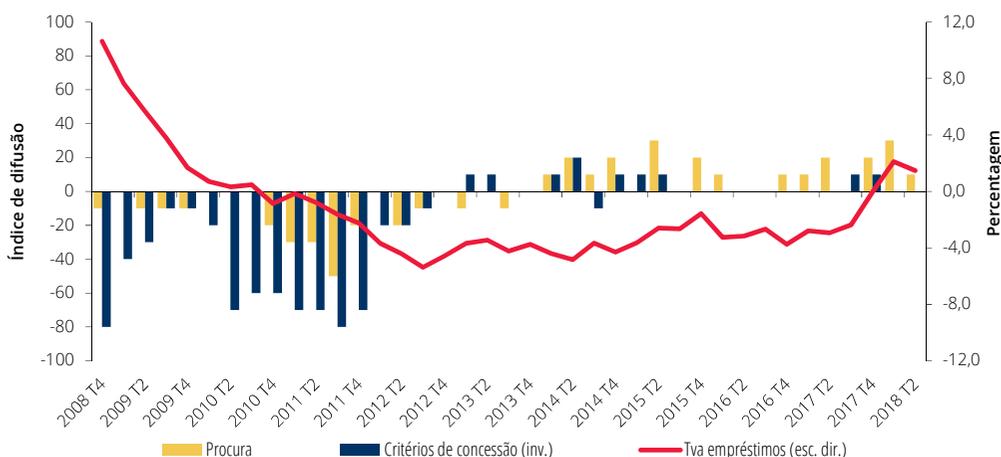
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As taxas de juro são ponderadas pelos respetivos montantes de crédito. A amostra inclui empresas privadas com fins lucrativos. As empresas de risco reduzido (elevado) correspondem a empresas que se situam nos dois primeiros (últimos) decis da distribuição de risco.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

Os empréstimos dos bancos residentes às empresas continuaram a acelerar

Nos primeiros seis meses de 2018, o crédito concedido pelos bancos residentes a empresas não financeiras manteve um perfil ascendente (Gráfico I.3.14). De acordo com as respostas dos bancos ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os critérios, termos e condições aplicados

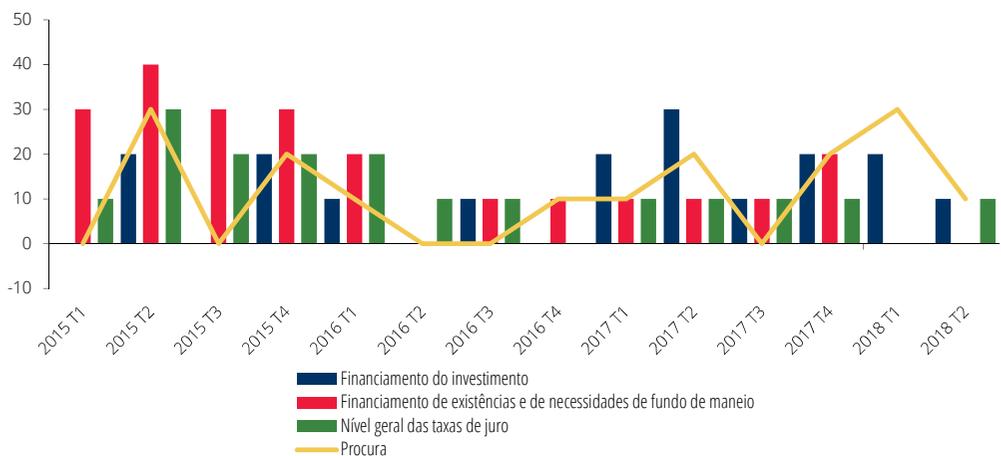
na concessão de empréstimos a empresas permaneceram relativamente estáveis. A procura de empréstimos por parte das empresas terá aumentado neste período, em particular no primeiro trimestre de 2018. Esta evolução estará associada sobretudo ao aumento das necessidades de crédito para financiamento do investimento (Gráfico I.3.15). Os Inquéritos de Opinião da Comissão Europeia indicam que a percentagem de empresas que assinala as restrições financeiras como fator limitativo à atividade continuou a reduzir-se em todos os setores inquiridos, atingindo valores inferiores aos observados desde 2008 (Gráfico I.3.16).

Gráfico I.3.14 • Procura e oferta de crédito por bancos residentes a empresas não financeiras | Índice de difusão e taxa de variação anual em percentagem



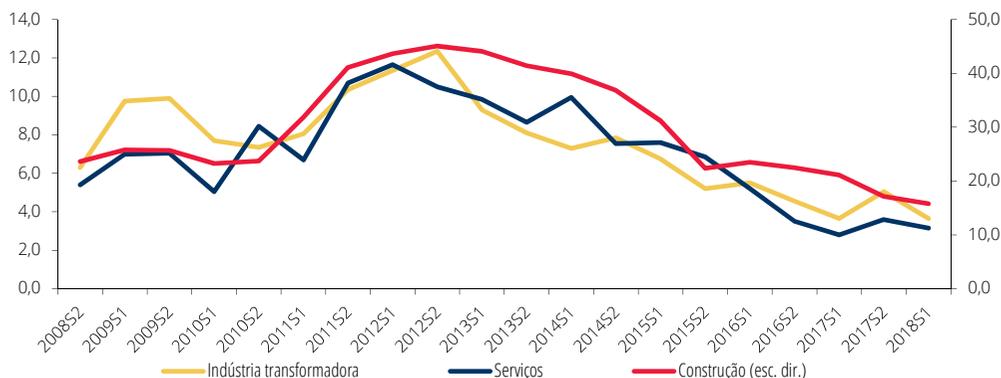
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito e varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem um aumento (uma redução) da procura e uma menor (maior) restritividade dos critérios de concessão do crédito (escala invertida). O valor zero corresponde à situação “sem alterações”. As taxas de variação anual do crédito são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

Gráfico I.3.15 • Evolução e fatores determinantes da procura de empréstimos por parte de empresas não financeiras | Índice de difusão



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão é calculado com base no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito e varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem um aumento (uma redução) da procura ou uma contribuição positiva (negativa) para a variação da procura. O valor zero corresponde à situação “sem alterações” ou a um contributo nulo para a variação da procura.

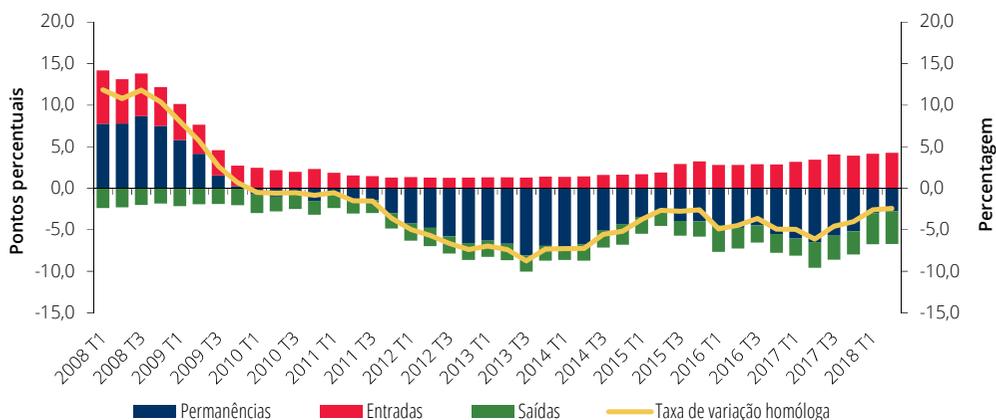
Gráfico I.3.16 • Empresas que indicam as restrições financeiras como fator limitativo à atividade
| Em percentagem do número de empresas da amostra



Fontes: Comissão Europeia (Inquéritos de Opinião) e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Os dados dos setores da indústria transformadora e dos serviços correspondem a médias simples de valores trimestrais e os do setor da construção correspondem a médias simples de valores mensais.

Uma análise por dinâmica de presença no mercado de crédito, avaliada com base nos empréstimos concedidos por instituições financeiras a empresas não financeiras privadas, revela um progressivo aumento do contributo dos empréstimos concedidos a novos devedores no primeiro semestre de 2018 (Gráfico I.3.17). Desde meados de 2015 que o contributo positivo das empresas que entram ou reentram no mercado do crédito tem ficado acima do contributo negativo das empresas que deixam de ter empréstimos. O contributo das empresas que permanecem nesse mercado tem também vindo a aumentar, apesar de se situar ainda em valores negativos.⁷

Gráfico I.3.17 • Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a empresas não financeiras privadas por dinâmica de presença no mercado de crédito | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



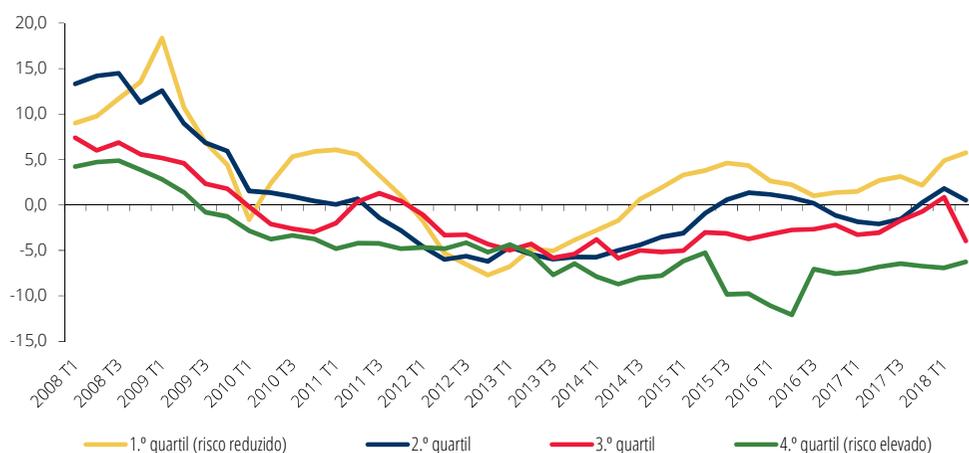
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: São analisados os saldos dos empréstimos das empresas não financeiras privadas com crédito em situação regular, crédito vencido ou crédito renegociado. A saída de uma empresa do mercado de crédito num determinado mês é definida pela sua ausência na CRC durante 12 meses consecutivos. A entrada de uma empresa é identificada pelo primeiro mês de reporte à CRC ou pelo mês em que reaparece após ter saído. As taxas de variação homóloga são calculadas com base na média dos saldos mensais ao nível da empresa. As vendas e compras de carteiras de crédito ao resto do mundo ou a outras instituições residentes que não reportam à CRC são corrigidas a partir de 2015.

7. Para uma análise mais detalhada sobre as entradas, saídas e permanências das empresas não financeiras no mercado do crédito, ver a caixa 4 – “Evolução dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por instituições de crédito residentes: margem extensiva versus margem intensiva”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, outubro de 2017.

... O financiamento das empresas com menor risco de crédito junto das instituições financeiras residentes continuou a aumentar

O financiamento das empresas não financeiras junto de instituições financeiras residentes continuou a aumentar no caso das empresas com menor risco de crédito, à semelhança do observado nos últimos anos. No primeiro semestre de 2018, as empresas pertencentes ao quartil de risco de crédito mais reduzido⁸ registaram taxas de variação homóloga positivas dos empréstimos, ligeiramente superiores às verificadas nos dois anos anteriores. Por seu turno, as empresas pertencentes ao quartil de risco de crédito mais elevado continuaram a registar taxas de variação homóloga negativas (Gráfico I.3.18).

Gráfico I.3.18 • Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes a empresas não financeiras privadas por quartil de risco de crédito | Taxa de variação homóloga, em percentagem



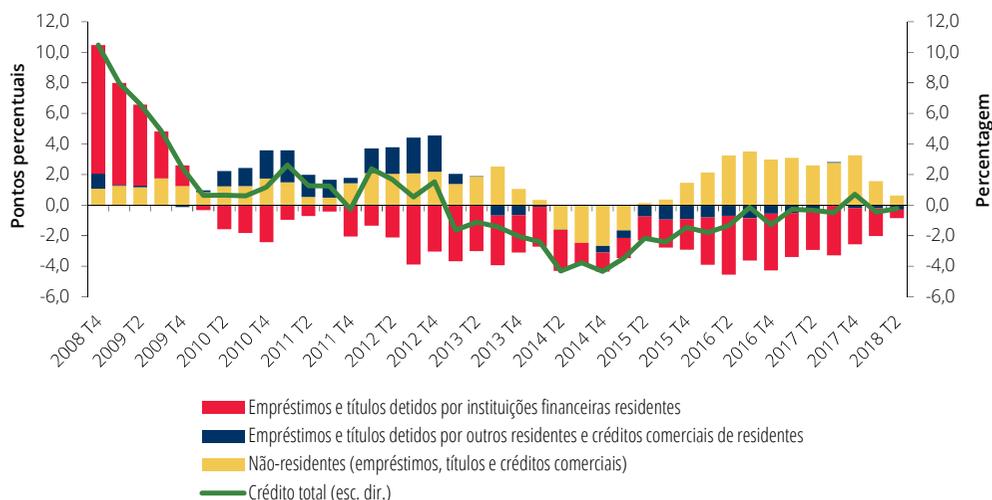
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º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

... Diminuição do contributo positivo do setor financeiro não residente e menor contributo negativo do setor financeiro residente no crédito total

Em linha com o que tem acontecido desde finais de 2015, o setor não residente deu um contributo positivo para o financiamento das empresas em Portugal, em parte através da aquisição de carteiras de crédito aos bancos residentes (Gráfico I.3.19). Este contributo compensou em grande parte a redução do endividamento das empresas junto do setor financeiro residente. Todavia, o contributo positivo do setor não residente reduziu-se neste semestre, a par de uma diminuição do contributo negativo do setor financeiro residente.

8. Os quartis de uma população, de acordo com um determinado atributo, são os quatro grupos de 25% dos elementos da população, obtidos ordenando a população por ordem crescente do atributo. Assim, o primeiro quartil de risco corresponde ao conjunto dos 25% de empresas com risco de crédito mais baixo.

Gráfico I.3.19 • Crédito total a empresas não financeiras por setor financiador | Taxa de variação homóloga e contributos, em percentagem e pontos percentuais



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

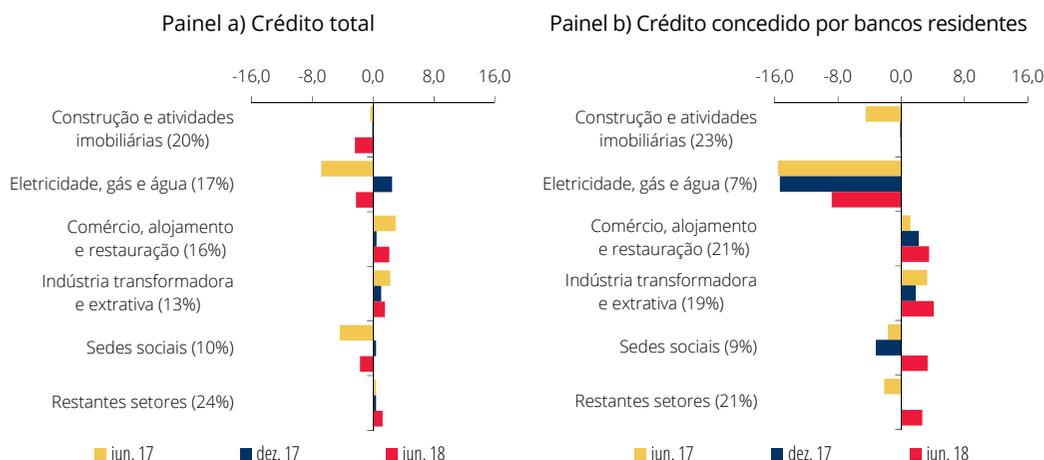
O crédito às empresas manteve uma evolução diferenciada por setores de atividade. No final do primeiro semestre de 2018, o crédito total (que engloba o crédito bancário, o financiamento obtido através de empréstimos e títulos por via de outras instituições financeiras residentes e os empréstimos, títulos e créditos comerciais de outros residentes e não residentes) aumentou nos setores do comércio, alojamento e restauração e na indústria transformadora e extrativa, atividades que continuaram a registar taxas de variação anual positivas (Gráfico I.3.20, painel a)). Na maioria dos setores de atividade, o crédito concedido pelos bancos residentes tem registado taxas de variação superiores às do crédito total (Gráfico I.3.20, painel b)). O setor da eletricidade, gás e água, em que predominam empresas de grande dimensão com acesso a financiamento no mercado internacional, continua a ser aquele em que as taxas de variação do crédito bancário são mais negativas.

..... A dívida das empresas em percentagem do PIB manteve um perfil descendente

A dívida (empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais) das empresas não financeiras, em percentagem do PIB, manteve o perfil descendente verificado desde o início de 2013. Na sequência da crise financeira internacional, as empresas em Portugal e em outros países da área do euro iniciaram um processo de desalavancagem, para o qual contribuiu sobretudo o reforço dos capitais próprios e a dinâmica de entrada e saída de empresas (Caixa 6).

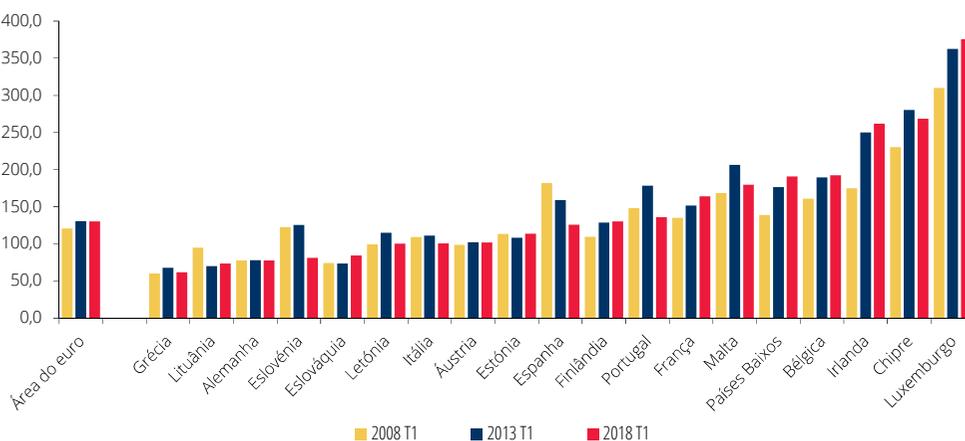
No final do primeiro trimestre de 2018, o rácio da dívida das empresas portuguesas no PIB situava-se próximo da média da área do euro (Gráfico I.3.21).

Gráfico I.3.20 • Crédito a empresas não financeiras por setor de atividade | Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O agregado de crédito apresentado engloba empréstimos e títulos de dívida. As taxas de variação anual do crédito são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo, de reavaliações cambiais e de preço e de quaisquer outras variações que não sejam devidas a transações financeiras. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito. Nos eixos verticais, os valores entre parêntesis representam o peso do crédito concedido a cada setor de atividade no total de crédito concedido às empresas não financeiras, considerando no painel a) o crédito total e no painel b) apenas o crédito concedido por bancos residentes.

Gráfico I.3.21 • Dívida das empresas não financeiras em Portugal e nos restantes países da área do euro | Em percentagem do PIB

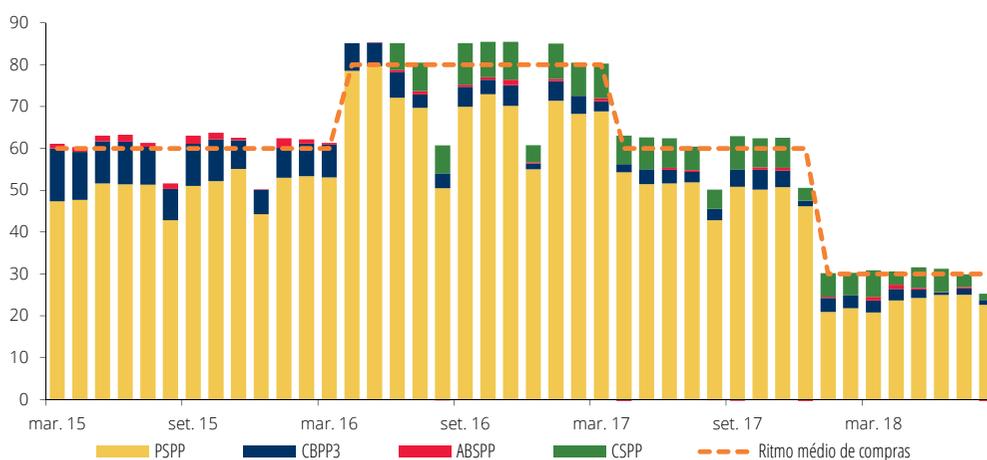


Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O agregado da dívida engloba empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais (valores não consolidados). O valor do PIB corresponde ao valor do ano terminado no respetivo trimestre de 2008, 2013 e 2018.

Caixa 2 • Política monetária na área do euro: decisões recentes e perspetivas futuras

Na reunião de política monetária de janeiro de 2015, o Conselho do BCE anunciou a expansão do programa de aquisição de ativos (*Expanded Asset Purchase Programme – APP*), iniciado em setembro de 2014, de modo a incluir obrigações soberanas de emittentes da área do euro, bem como obrigações de agências e instituições da União Europeia.⁹ Com o objetivo de assegurar um caráter acomodatório da política monetária e, assim, garantir um ajustamento sustentado na trajetória da taxa de inflação para níveis abaixo, mas próximos, de 2% no médio prazo foi estabelecido o compromisso de que a vigência das aquisições líquidas de ativos estaria dependente do grau de progresso no sentido de um aumento sustentado da inflação. Deste modo, conforme ilustrado no gráfico C2.1, o APP foi recalibrado ao longo do tempo e, no primeiro semestre de 2018, o volume mensal de aquisições líquidas rondou 30 mil milhões de euros.

Gráfico C2.1 • Evolução do ritmo mensal de compras líquidas dos programas do APP
| Mil milhões de euros



Fonte: BCE. | Notas: O APP inclui quatro programas de compra de ativos: o programa de aquisição de obrigações de dívida soberana (PSPP), o programa de aquisição de títulos de dívida de empresas (CSPP), o programa de aquisição de instrumentos de dívida titularizada (ABSPP) e o programa de aquisição de obrigações hipotecárias (CBPP3). Última observação: agosto de 2018.

Em junho de 2018, o Conselho do BCE procedeu a uma análise aprofundada dos progressos realizados no sentido de um ajustamento da inflação face ao objetivo de estabilidade de preços, tomando em consideração, entre outros elementos, as projeções macroeconómicas elaboradas pelo Eurosistema, as indicações de pressões sobre os preços e os salários, bem como a incerteza em torno das perspetivas para a inflação. Em resultado desta avaliação, o Conselho do BCE concluiu que, até à data, os progressos foram substanciais, havendo motivos para acreditar na convergência sustentada da inflação para o objetivo do BCE, mesmo após a redução gradual e cessação das aquisições líquidas de ativos. Neste contexto, o Conselho do BCE deliberou as seguintes decisões: (i) continuar a efetuar aquisições líquidas no âmbito do APP, ao ritmo mensal de 30 mil milhões de euros, até ao final de setembro de 2018, período a partir do qual, sob reserva de os dados entretanto disponibilizados confirmarem as perspetivas relativamente à inflação no médio prazo, o ritmo mensal será reduzido para 15 mil milhões de euros até ao final de dezembro de 2018, cessando a partir dessa data; (ii) manter a política de reinvestimento do capital dos títulos vincendos do APP durante um período prolongado

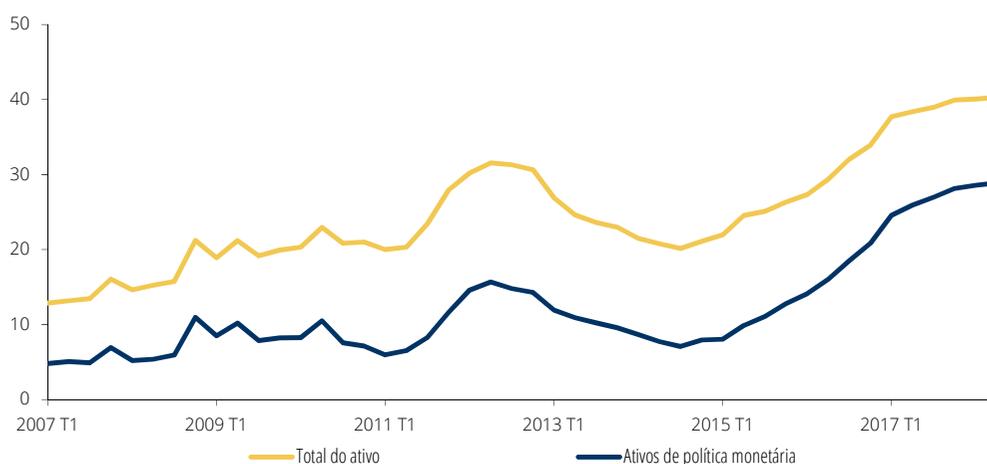
9. Em março de 2016, o Conselho do BCE decidiu incluir títulos de dívida de empresas da área do euro no APP.

após o termo das aquisições líquidas e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um amplo grau de acomodação monetária; (iii) não alterar as taxas de juro diretoras, esperando que as mesmas se mantenham nos níveis atuais, pelo menos, durante o verão de 2019 e, em qualquer caso, enquanto for necessário para assegurar que a evolução da inflação permanece alinhada com as atuais expectativas de um ajustamento sustentado.

Conforme antecipado na reunião de junho, em setembro de 2018, o Conselho do BCE confirmou a redução do ritmo mensal de aquisições líquidas de ativos para 15 mil milhões de euros entre outubro e o final de dezembro de 2018, continuando a prever que as aquisições líquidas cessem nessa data. Foi ainda renovada a indicação de que as taxas de juro diretoras deverão permanecer inalteradas, pelo menos, durante o verão de 2019, podendo esta medida ser estendida no tempo caso haja necessidade.

Não obstante o possível fim das aquisições líquidas no âmbito do APP após dezembro de 2018, mantém-se um amplo grau de acomodação monetária com vista à convergência da inflação para o objetivo. Este apoio monetário é proporcionado (i) pelas aquisições líquidas de ativos até ao final do ano de 2018, (ii) pelo balanço do Eurosistema (Gráfico C2.2), que reflete o *stock* considerável de ativos adquiridos ao abrigo do APP¹⁰ e os reinvestimentos futuros que assegurarão uma presença contínua no mercado e a manutenção daquele *stock* por um período prolongado, e (iii) pela orientação reforçada relativamente à evolução exetável das taxas de juro diretoras do BCE (*forward guidance*), sinalizando uma normalização faseada da orientação da política monetária na área do euro e preservando um grau de flexibilidade suficientemente amplo para reagir aos desenvolvimentos vindouros (Mersch, 2018). Adicionalmente, o Conselho do BCE tem manifestado a disponibilidade para, caso seja apropriado, ajustar todos os instrumentos, a fim de assegurar que a inflação continua a evoluir de forma sustentada no sentido do cumprimento do objetivo de estabilidade de preços.

Gráfico C2.2 • Evolução da dimensão do balanço do Eurosistema | Percentagem do PIB



Fontes: BCE, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Última observação: 2018 T2.

As medidas de política monetária anunciadas em junho e setembro podem influenciar o nível e a configuração das curvas de rendimento soberanas na medida em que afetam as duas componentes das taxas de juro de longo prazo: (i) a componente das expectativas, que reflete a perceção dos

10. D'Amico e Thomas (2013) e De Santis e Holm-Hadulla (2017) exploram os efeitos dos programas alargados de aquisição de ativos conduzidos por bancos centrais, destacando o impacto do *stock* (dimensão do balanço) e não só dos fluxos (aquisições líquidas).

agentes relativamente à evolução futura das taxas de juro de curto prazo, mais diretamente afetadas pelas taxas de política monetária; e (ii) a componente do prémio de maturidade (por vezes designada de risco de duração), que está associada ao excesso de rendimento que os investidores exigem pela exposição a títulos com um maior prazo residual até ao vencimento e, por isso, sujeitos a maiores perdas no respetivo valor de mercado num cenário de subida das taxas de juro.

A partir do final de dezembro de 2018, ao manter a dimensão do balanço através do reinvestimento do capital dos títulos vencidos no âmbito do APP, o Eurosistema continuará a absorver parte do risco de duração que teria que ser suportado por investidores privados, preservando, deste modo, o caráter acomodatório da política monetária, com efeitos positivos sobre as condições financeiras prevalentes. Em geral, a extração de duração comprime os prémios de maturidade e, por conseguinte, exerce uma pressão descendente e duradoura sobre os prazos mais longos das curvas de rendimento, o que torna o financiamento a longo prazo mais acessível e, assim, promove o investimento e o consumo de bens duradouros. Em síntese, havendo uma menor proporção de títulos de longo prazo disponíveis para os investidores privados, estes terão simultaneamente uma maior capacidade de gestão do risco de duração e uma maior apetência para realocar fundos para outros instrumentos (*portfolio rebalancing*), incluindo a aquisição e o financiamento de capital produtivo. Este processo é considerado o mecanismo-chave de propagação a toda a economia dos efeitos dos programas de compra de ativos realizados pelo banco central.

Neste contexto, a dimensão e a duração média da carteira do APP contribuirão para afetar a orientação da política monetária da área do euro. Em concreto, a dimensão projetada para a carteira do APP a partir do final de dezembro de 2018 continuará a exercer persistentemente uma pressão descendente sobre as curvas de rendimento soberanas da área do euro. Todavia, é importante notar que a manutenção da dimensão do balanço do Eurosistema não assegura um grau de acomodação monetária constante ao longo do tempo pois, à medida que se aproxima a data de vencimento dos instrumentos adquiridos ao abrigo do APP, diminui gradualmente a proporção do risco de duração extraída do mercado, reduzindo-se, por isso, a pressão exercida sobre as taxas de juro de longo prazo. Este mecanismo endógeno (designado de *portfolio ageing effect*) é difícil de contrariar, visto que tal implicaria um aumento substancial (e operacionalmente exigente, se não mesmo inviável) do prazo médio dos fluxos de reinvestimento.

Em todo o caso, quanto maior o período durante o qual se espera que continuem os reinvestimentos, maior a pressão descendente sobre as taxas de juro de longo prazo. Inquéritos realizados a agentes participantes nos mercados financeiros revelam a expectativa de que o período de reinvestimentos vigore por 2 anos. De acordo com estimativas realizadas pelo BCE, a carteira do APP – ativos atuais e futuros – pode exercer uma pressão descendente de aproximadamente 100 pontos base sobre a taxa de rendibilidade soberana da área do euro com um prazo para o vencimento de 10 anos¹¹, sendo este efeito obtido através da compressão do prémio de maturidade (Praet, 2018).¹²

Para além do ajustamento da política de balanço do Eurosistema, o caráter expansionista da política monetária é também assegurado pela orientação relativa à trajetória expetável das taxas de juro diretoras do BCE. Após o final das aquisições líquidas do APP, as alterações das taxas de juro

11. Esta taxa de juro corresponde a uma média de taxas de rendibilidade das obrigações soberanas dos quatro maiores países da área do euro ponderadas pelo respetivo PIB.

12. A relação entre o período de reinvestimentos e a compressão do prémio de maturidade é não-linear. Em particular, há indicação de que uma extensão do prazo de reinvestimentos de 2 para 3 anos reflete-se numa descida pouco significativa do nível da taxa de rendibilidade da área do euro a 10 anos. O impacto marginal de extensões adicionais do horizonte dos reinvestimentos tende para zero.

e as indicações relativas à sua evolução futura tenderão a tornar-se o instrumento primordial para calibrar a orientação da política monetária na área do euro (Draghi, 2018a).¹³ O ajustamento da orientação da política monetária com recurso a alterações do nível das taxas de juro e com indicações quanto à sua trajetória esperada significará o regresso a um enquadramento que, no passado, já foi utilizado com sucesso na área do euro.¹⁴

De modo a garantir que a inflação prossegue uma evolução consistente com o objetivo de estabilidade de preços, a comunicação do Conselho do BCE sobre a evolução esperada das taxas de juro diretoras visa: (i) afetar as expectativas dos agentes quanto ao momento esperado para a primeira subida da taxa de juro de política monetária e (ii) influenciar as expectativas dos agentes sobre a trajetória das taxas de juro após a primeira subida (inclinação das curvas de rendimento). A comunicação do Conselho do BCE tem incidido sobretudo sobre o primeiro efeito, o qual é fundamental para garantir que não se formam expectativas prematuras de subida das taxas de juro e assegurar um sólido controlo das taxas de juro de curto prazo que, por sua vez, afetam o nível das taxas de juro de médio e longo prazo. Adicionalmente, também já houve indicação de que, após a primeira subida da taxa de juro de política, o ajustamento da orientação da política monetária será feito de modo gradual (Draghi, 2018b), o que perspetiva a manutenção de uma política monetária acomodatória na área do euro por um período prolongado.

Referências

- D'Amico, S. e B. Thomas (2013). "Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply", *Journal of Financial Economics*, 108 (2), 425-448.
- De Santis, R. e F. Holm-Hadulla (2017). "Flow effects of central bank asset purchases on euro area sovereign bond yields: evidence from a natural experiment", *ECB Working Paper No. 2052*.
- Draghi, M. (2018a). "Monetary policy in the euro area", *The ECB and Its Watchers XIX Conference organised by the Institute for Monetary and Financial Stability*, Frankfurt, 14 março 2018.
- Draghi, M. (2018b). "Monetary policy in the euro area", *ECB Forum on Central Banking*, Sintra, 19 junho 2018.
- Mersch, Y. (2018). "Are the economy and monetary policy at a turning point – and where are the European and US economies headed?", *Panel at the Petersberger Sommerdialog*, Königswinter, 30 junho 2018.
- Praet, P. (2018). "Assessment of quantitative easing and challenges of policy normalisation", *The ECB and Its Watchers XIX Conference*, Frankfurt am Main, 14 março 2018.

13. Note-se que alguns bancos centrais estabeleceram uma articulação entre o ajustamento da política de balanço e as orientações relativas à trajetória expectável das taxas de juro. A Reserva Federal e o Banco de Inglaterra comunicaram a intenção de manter os reinvestimentos dos títulos adquiridos no âmbito dos programas alargados de compras de ativos até que as respetivas taxas de juro de política alcançassem um nível que permitisse a sua utilização enquanto instrumento marginal para calibrar a orientação da política monetária.

14. Orientações relativas à trajetória esperada das taxas de juro são também importantes pela influência que têm na fixação das taxas de juro dos empréstimos bancários e nas condições financeiras vigentes na economia.

Caixa 3 • Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito: determinantes da margem financeira

O Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (*Bank Lending Survey* – BLS) é um inquérito trimestral conduzido pelos bancos centrais dos países da área do euro e pelo Banco Central Europeu (BCE) desde 2003. Este inquérito é dirigido aos principais bancos de cada país da área do euro, incluindo cerca de 150 bancos representativos do sistema bancário.¹⁵ O inquérito contém informação qualitativa sobre as condições da oferta e da procura de crédito para o segmento das empresas e dos particulares com o objetivo de informar as decisões de política monetária.

O BLS inclui também um conjunto de questões *ad hoc* que incide sobre aspetos específicos de interesse em determinado momento do tempo. Nesta caixa consideram-se os resultados do inquérito de julho de 2018 e analisam-se as respostas à questão *ad hoc* incluída pela primeira vez neste inquérito sobre os determinantes do nível dos *spreads* aplicados pelos bancos nos empréstimos a empresas e a particulares.¹⁶ Esta questão tem como objetivo contribuir para a melhor compreensão da fixação de preços dos bancos e complementa a questão *standard* incluída no inquérito sobre os fatores que influenciaram a margem dos empréstimos nos últimos três meses. Esta questão é particularmente importante num contexto em que a rentabilidade dos bancos tem sido condicionada pelo ambiente prolongado de baixas taxas de juro.

Os fatores determinantes da margem financeira dos bancos considerados no inquérito incluem os custos relacionados com a captação de fundos próprios, as condições de acesso a financiamento de mercado, a posição de liquidez, os custos operacionais (despesas administrativas ou de manutenção), a perceção dos riscos (relacionados com a atividade económica, a qualidade creditícia dos mutuários e as garantias exigidas), o objetivo em termos de rentabilidade, e a concorrência de outras instituições bancárias e de instituições financeiras não bancárias, bem como do financiamento de mercado.

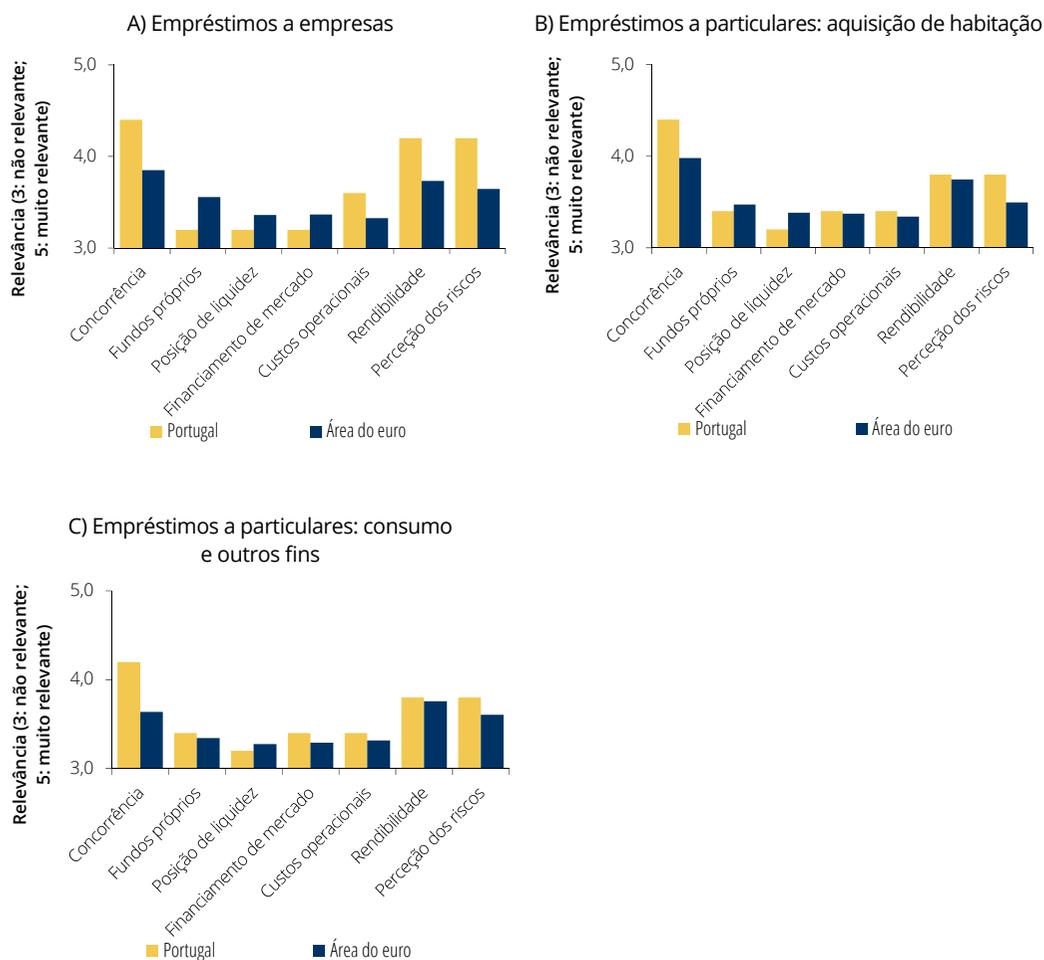
Os bancos identificaram a relevância dos diferentes fatores para determinar o *spread* de novos empréstimos nos últimos seis meses e de que forma esta se alterou entre o início de 2014 e o fim de 2017. Na análise consideram-se os resultados reportados pelos cinco bancos incluídos na amostra portuguesa e para o conjunto dos bancos inquiridos na área do euro.

De acordo com as respostas dos bancos inquiridos, o principal fator determinante dos *spreads* aplicados pelos bancos nos novos empréstimos a empresas e a particulares nos últimos seis meses é a pressão exercida pela concorrência (Gráfico C3.1). Este resultado aplica-se aos bancos portugueses e aos bancos da área do euro, embora este fator seja mais relevante para os bancos portugueses. O objetivo em termos de rentabilidade e a perceção dos riscos são também indicados como fatores relevantes na determinação dos *spreads*. No caso dos empréstimos às empresas, estes dois fatores são bastante mais importantes para os bancos portugueses do que para o conjunto da área do euro. A posição de liquidez é o único fator que é mais relevante na determinação dos *spreads* para o conjunto dos bancos da área do euro do que para os bancos portugueses em todos os segmentos de crédito.

15. Para mais detalhes sobre o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito ver Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H. e Scopel, S., "The euro area bank lending survey", *Occasional Paper Series*, No. 179, BCE, 2016.

16. Não está previsto que esta questão *ad hoc* seja incluída nos próximos inquéritos.

Gráfico C3.1 • Relevância dos fatores determinantes dos *spreads* aplicados nos empréstimos
| Últimos seis meses



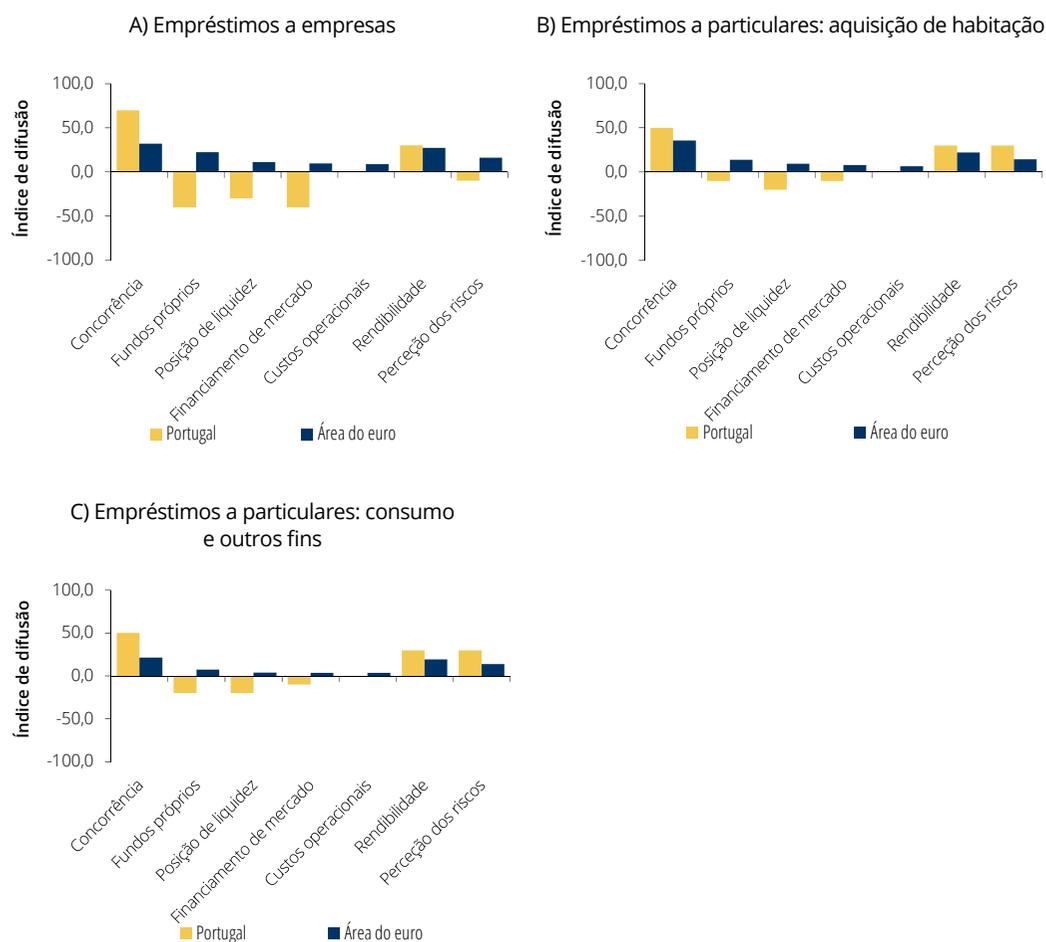
Fontes: Banco Central Europeu e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Para cada fator determinante dos *spreads* aplicados pelos bancos nos empréstimos são possíveis três respostas de acordo com a intensidade da relevância. Os valores 3, 4 e 5 correspondem a “não relevante”, “ligeiramente relevante” e “muito relevante”, respetivamente. No gráfico é reportada a relevância média de cada fator. As respostas para a área do euro são ponderadas pelo peso do *stock* de crédito de cada país no *stock* de crédito da área do euro.

Relativamente à alteração da relevância dos fatores determinantes da margem financeira entre o início de 2014 e o final de 2017, a pressão da concorrência surge como o fator em que a relevância se alterou mais significativamente para os bancos portugueses e para o conjunto de bancos inquiridos na área do euro (Gráfico C3.2). Os resultados do BLS relativos às questões *standard* para Portugal e para o conjunto dos bancos da área do euro ao longo deste período sugerem que a pressão da concorrência sobre os termos e condições aplicados a novos empréstimos contribuiu para uma política de concessão de crédito menos restritiva, especialmente no caso dos empréstimos de risco médio.¹⁷ Neste período, o objetivo em termos de rendibilidade tornou-se mais relevante para a determinação dos *spreads* para os bancos portugueses e para o conjunto da área do euro. Os bancos portugueses participantes no inquérito reportaram que os fatores relacionados com

17. Ver Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito – Resultados para Portugal, Banco de Portugal, julho de 2018.

restrições de balanço (custos relacionados com a captação de fundos próprios, a posição de liquidez e as condições de acesso a financiamento de mercado) se tornaram ligeiramente menos relevantes neste período, em contraste com o conjunto da área do euro, que reportou um aumento ligeiro da relevância destes fatores em todos os segmentos de crédito. Os bancos portugueses também indicaram uma ligeira redução da relevância da perceção de riscos na determinação dos *spreads* nos empréstimos às empresas. A relevância dos custos operacionais na determinação dos *spreads* não se alterou neste período para os bancos portugueses.

Gráfico C3.2 • Relevância dos fatores determinantes dos *spreads* aplicados nos empréstimos
| Alteração entre o início de 2014 e o final de 2017



Fontes: Banco Central Europeu e Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão assume valores entre -100 e 100, sendo que o valor zero corresponde à resposta “sem alteração”. Valores positivos indicam que o fator é mais relevante e valores negativos indicam que o fator é menos relevante. O índice de difusão para a área do euro é calculado ponderando o índice de difusão de cada país pelo peso do *stock* de crédito do país no *stock* de crédito da área do euro.

Caixa 4 • Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito: impacto do rácio de NPL na política de concessão de crédito dos bancos e respetivos mecanismos de transmissão

O Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (*Bank Lending Survey* – BLS) de julho de 2018 inclui uma nova pergunta *ad hoc* sobre o impacto do rácio de ativos não produtivos (*non-performing loans* – NPL) na política de concessão de crédito dos bancos.^{18,19} Em particular, os bancos inquiridos identificaram o impacto do seu rácio de NPL nos respetivos critérios de concessão de crédito e nos termos e condições de crédito concedido a empresas e particulares, bem como os mecanismos através dos quais o rácio de NPL afeta a política de crédito do banco. Esta questão abrange três horizontes temporais: a situação nos últimos seis meses, a alteração entre o início de 2014 e o fim de 2017, e a expectativa para os próximos seis meses.

Os mecanismos de transmissão do rácio de NPL do banco à respetiva política de crédito identificados no inquérito são agrupados em dois conjuntos: (i) custos de financiamento e das restrições de balanço do banco, nomeadamente custos relacionados com a captação de fundos próprios, custos relacionados com as operações de limpeza do balanço, pressões relacionadas com os requisitos regulamentares ou prudenciais, condições de acesso a financiamento de mercado e posição de liquidez do banco, e (ii) perceção dos riscos relacionados com a situação económica geral, qualidade creditícia dos mutuários e garantias exigidas e tolerância de riscos no balanço do banco.

A existência de ativos não produtivos no balanço dos bancos pode afetar a política de concessão de crédito dos bancos a empresas e a particulares, e a obtenção de financiamento nos mercados financeiros internacionais, interferindo com o mecanismo de transmissão da política monetária. As estratégias desenvolvidas pelos bancos no contexto dos planos de ação das autoridades nacionais e europeias para a redução de NPL, bem como o enquadramento económico e condições de financiamento mais favoráveis, contribuíram para a redução significativa do rácio de NPL em alguns países europeus, incluindo em Portugal.^{20,21} Não obstante o progresso significativo, o *stock* de NPL continua elevado em Portugal e noutros países da área do euro. Neste contexto, as respostas dos bancos participantes no BLS são importantes para compreender de que forma o rácio de NPL dos bancos contribui para o grau de restritividade na política de concessão de crédito a empresas e particulares.

No gráfico C4.1 apresentam-se os resultados relativos ao impacto do rácio de NPL do banco na política de concessão de novos empréstimos e linhas de crédito a empresas e de novos empréstimos a particulares para aquisição de habitação e consumo e outros fins. Apresenta-se o impacto nos últimos seis meses e no período entre o início de 2014 e o fim de 2017, para Portugal e para a área do euro. Considera-se ainda o grupo de países da área do euro com alta notação de crédito e o grupo de países com menor notação.²² Os bancos portugueses e o conjunto de bancos da área do euro participantes no inquérito indicaram que o rácio de NPL contribuiu para aumentar a restritividade dos critérios de concessão e termos e condições aplicados no crédito no período entre o início de 2014 e o final de 2017. Este resultado é transversal ao segmento das empresas e dos particulares. O impacto do rácio de NPL é particularmente relevante no grupo de países com menor notação de crédito, incluindo em Portugal.

18. Para uma breve descrição do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito da área do euro ver caixa 3 “Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito: determinantes da margem financeira” neste Boletim.

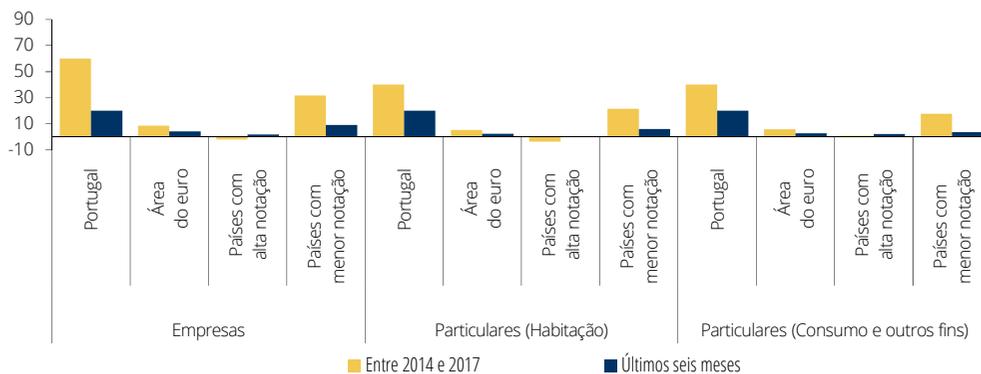
19. O rácio de NPL é definido como o *stock* de créditos não produtivos brutos no balanço do banco em percentagem do montante bruto de empréstimos registado no balanço.

20. O rácio de NPL em Portugal reduziu-se de 17,9% em junho de 2016, período em que registou o valor máximo, para 12,7% em março de 2018.

21. Para mais detalhes, ver caixa 2 “Relevância do enquadramento legal na recuperação de valor de créditos não produtivos” e caixa 3 “Plano de ação para combater os créditos não produtivos na Europa – principais medidas e ponto de situação sobre a sua implementação”, *Relatório de Estabilidade Financeira*, Banco de Portugal, junho de 2018.

22. O conjunto de países com alta notação inclui a Alemanha, a França, a Holanda, a Finlândia, a Áustria e a Bélgica e o conjunto de países com menor notação inclui a Itália, a Espanha, Portugal, a Irlanda, a Grécia e o Chipre.

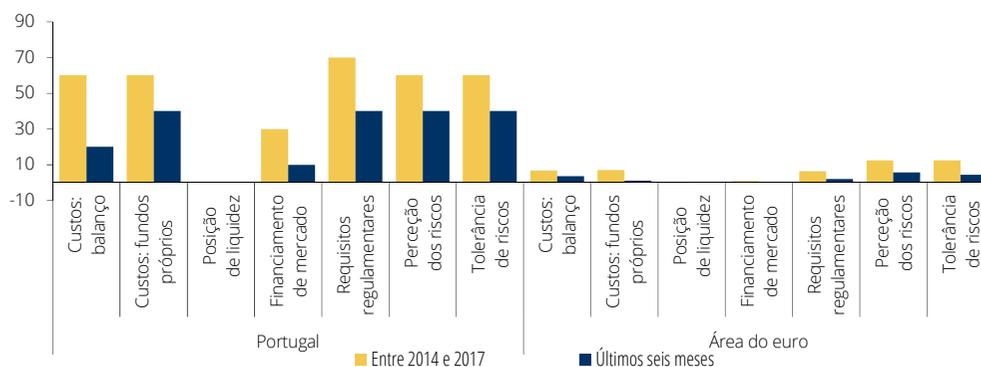
Gráfico C4.1 • Impacto do rácio de NPL na política de concessão de crédito | Índice de difusão



Fontes: Banco Central Europeu e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão para a política de concessão de crédito é a média dos índices de difusão para os critérios de concessão e termos e condições de crédito. O índice de difusão assume valores entre -100 e 100, sendo que o valor zero corresponde à resposta “sem alteração”. Valores positivos indicam que o fator é mais relevante e valores negativos indicam que o fator é menos relevante. O índice de difusão para a área do euro é calculado ponderando o índice de difusão de cada país pelo peso do *stock* de crédito do país no *stock* de crédito da área do euro.

O contributo dos fatores através dos quais o rácio de NPL do banco afeta a política de concessão de crédito (critérios de concessão e termos e condições de crédito) a empresas e particulares é analisado com base nos gráficos C4.2 e C4.3. Em particular, no gráfico C4.2 apresentam-se as respostas dos bancos portugueses e as respostas do conjunto dos bancos da área do euro participantes no inquérito. Os bancos portugueses incluídos na amostra do BLS identificaram os custos com a captação de fundos próprios e com operações de limpeza de balanço, as pressões relacionadas com os requisitos regulamentares ou prudenciais, a perceção dos riscos e a tolerância de risco no balanço dos bancos como os principais fatores através dos quais o rácio de NPL do banco afetou a política de concessão de crédito. Os principais mecanismos para o conjunto de bancos da área do euro inquiridos são a perceção dos riscos, a tolerância de riscos e os custos relacionados com as operações de limpeza do balanço. A relevância dos fatores identificados pela amostra portuguesa e pelos bancos europeus participantes no BLS para a restritividade do crédito nos últimos seis meses foi substancialmente inferior à reportada para o período entre o início de 2014 e fim de 2017.

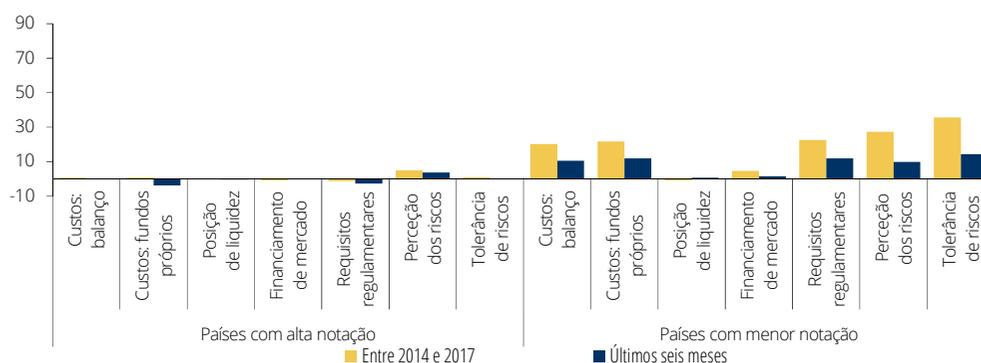
Gráfico C4.2 • Contributo dos fatores através dos quais o rácio de NPL afeta a política de concessão de crédito a empresas e particulares | Índice de difusão



Fontes: Banco Central Europeu e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão assume valores entre -100 e 100, sendo que o valor zero corresponde à resposta “sem alteração”. Valores positivos indicam que o fator é mais relevante e valores negativos indicam que o fator é menos relevante. O índice de difusão para a área do euro é calculado ponderando o índice de difusão de cada país pelo peso do *stock* de crédito do país no *stock* de crédito da área do euro. “Custos: balanço” refere-se aos custos decorrentes da necessidade de constituir provisões adicionais (imparidades) e/ou anulações de NPL superiores ao anterior *stock* de provisões (imparidades), “Custos: fundos próprios” refere-se aos custos relacionados com a captação de fundos próprios, “Requisitos regulamentares” refere-se à pressão relacionada com os requisitos regulamentares ou prudenciais, e “Perceção dos riscos” refere-se aos riscos relacionados com a situação e as perspetivas económicas gerais, a qualidade creditícia dos mutuários e as garantias exigidas.

No gráfico C4.3 apresenta-se a comparação do contributo dos fatores para a restritividade na política de concessão de crédito para os países com alta notação de crédito e países com menor notação de crédito. Nos países com alta notação de crédito – que apresentam rácios de NPL relativamente baixos – os bancos reportaram um impacto muito reduzido ou nulo de todos os fatores. No caso dos países com menor notação de crédito, a perceção e tolerância de riscos foram identificados como os principais fatores, seguidos dos custos relacionados com a captação de fundos próprios e com a limpeza de balanço e as pressões relacionadas com os requisitos regulamentares ou prudenciais.

Gráfico C4.3 • Contributo dos fatores através dos quais o rácio de NPL afeta a política de concessão de crédito a empresas e particulares | Índice de difusão



Fontes: Banco Central Europeu e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O índice de difusão assume valores entre -100 e 100, sendo que o valor zero corresponde à resposta “sem alteração”. Valores positivos indicam que o fator é mais relevante e valores negativos indicam que o fator é menos relevante. O índice de difusão para a área do euro é calculado ponderando o índice de difusão de cada país pelo peso do *stock* de crédito do país no *stock* de crédito da área do euro. “Custos: balanço” refere-se aos custos decorrentes da necessidade de constituir provisões adicionais (imparidades adicionais) e/ou anulações de NPL superiores ao anterior *stock* de provisões (imparidades), “Custos: fundos próprios” refere-se aos custos relacionados com a captação de fundos próprios, “Requisitos regulamentares” refere-se à pressão relacionada com os requisitos regulamentares ou prudenciais, e “Perceção dos riscos” refere-se aos riscos relacionados com a situação e as perspetivas económicas gerais, a qualidade creditícia dos mutuários e as garantias exigidas.

Caixa 5 • Desenvolvimentos recentes das vendas de alojamentos familiares e do crédito a particulares para habitação: heterogeneidade regional

A análise dos desenvolvimentos no mercado da habitação é essencial na avaliação dos riscos para a estabilidade financeira e das perspetivas para a situação económica das famílias. Uma parte significativa da aquisição de habitações é financiada por empréstimos contratados pelas famílias, o que contribui para que o comportamento das transações de imóveis e das contratações de crédito estejam correlacionados. Nos últimos anos, o dinamismo do mercado de habitação tem beneficiado, para além de uma melhoria das condições de financiamento e da situação económica geral, do forte aumento do turismo e da procura de imóveis por parte de não residentes. Estes últimos fatores tenderão a ter uma incidência mais forte em algumas regiões do país, tornando interessante analisar a heterogeneidade regional da evolução das vendas de alojamentos familiares e dos novos empréstimos concedidos a particulares para habitação.

Esta caixa analisa os dados das vendas de imóveis em conjunto com os dados de novos empréstimos concedidos a particulares para habitação.²³ O INE publica trimestralmente o valor e o número de vendas de alojamentos familiares para as seguintes regiões: Norte, Área Metropolitana do Porto, Centro, Área Metropolitana de Lisboa, Alentejo, Algarve, Região Autónoma dos Açores e Região Autónoma da Madeira. Estes dados têm por base a informação proveniente do Imposto Municipal sobre as Transações Onerosas de Imóveis (IMT). Os novos empréstimos por região correspondem a estimativas obtidas com base na Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal²⁴ (CRC). Estes dados dizem respeito à região da residência do devedor, a qual pode diferir da região onde o imóvel se localiza. Esta situação contribui para um nível mais reduzido (elevado) do rácio entre o valor dos empréstimos e o das vendas em regiões com uma maior (menor) incidência de segundas habitações face a residências principais. Na interpretação dos novos empréstimos é ainda importante ter presente que estes podem ter como finalidade não apenas a compra de imóveis mas também outras situações, como a construção dos mesmos ou a realização de obras.

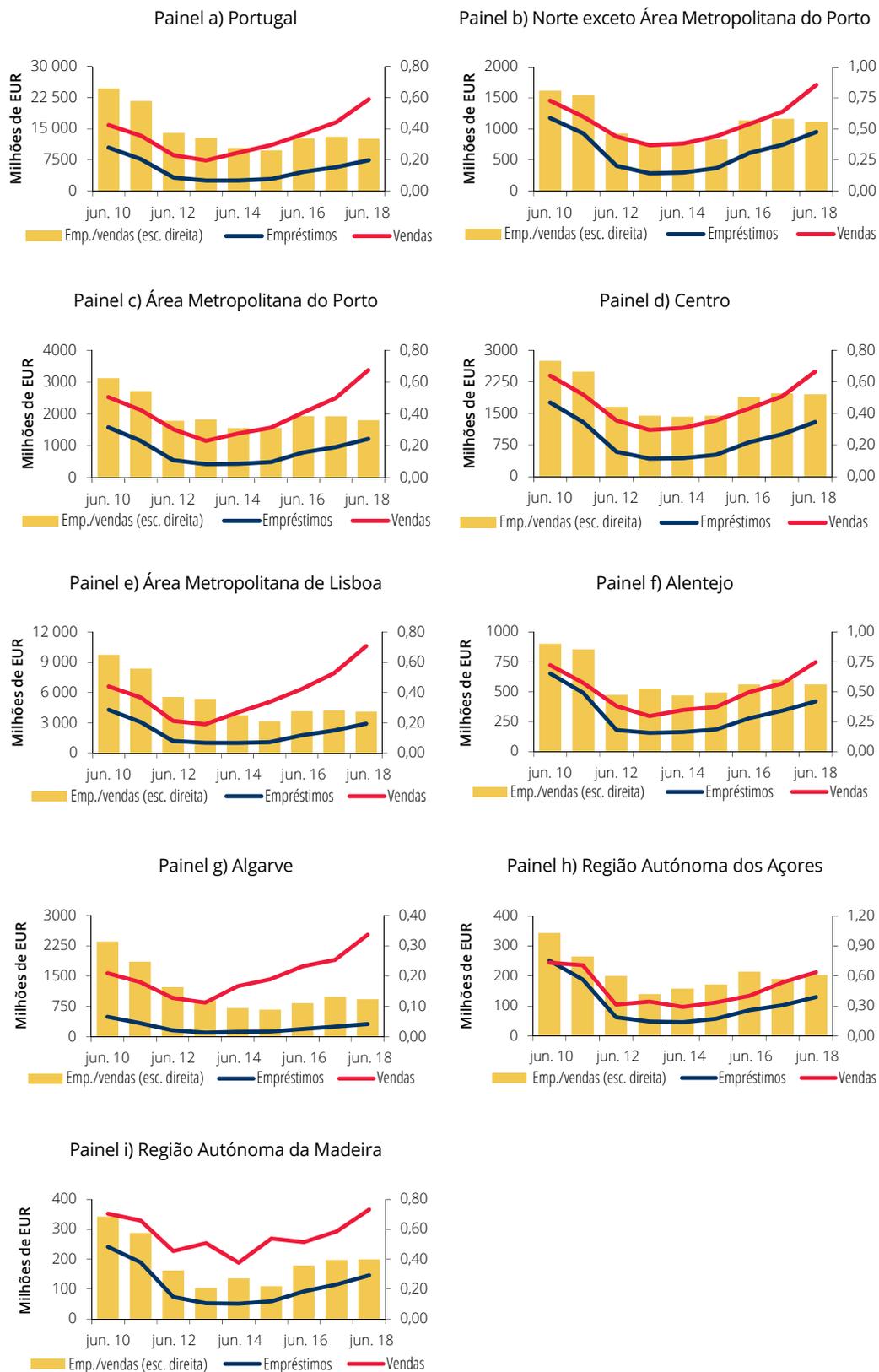
No conjunto de gráficos C5.1 apresenta-se uma comparação dos montantes de vendas e de novos empréstimos em Portugal e nas várias regiões no período entre junho de 2010 e junho de 2018. Estes montantes, assim como todos os dados utilizados nesta caixa, correspondem a valores acumulados de 12 meses (por exemplo, os valores de junho de 2010 correspondem à soma dos valores entre julho de 2009 e junho de 2010). Como se pode ver nas linhas dos gráficos, o valor das vendas é superior ao valor dos empréstimos. Esta situação está de acordo com o facto de nem todas as vendas serem efetuadas com recurso a crédito, ou com recurso a crédito concedido em Portugal. Adicionalmente, mesmo nos casos em que existe uma compra efetuada por particulares com financiamento bancário junto de instituições de crédito localizadas em Portugal, o valor do empréstimo não abrange na maioria dos casos a totalidade do valor do imóvel.

Ao longo do tempo, os valores das vendas e dos empréstimos apresentam tendências semelhantes, observando-se uma redução entre meados de 2010 e meados de 2013 e uma recuperação no período posterior. No conjunto do país, os novos empréstimos registaram uma contração mais acentuada do que as vendas no primeiro período (variação de cerca de -75% e de -55%, respetivamente, entre o início de 2010 e o início de 2013), e uma recuperação idêntica no período seguinte (variação de cerca de 195% e 200%, respetivamente). Como consequência desta evolução, o montante total dos novos empréstimos situava-se em junho de 2018 cerca de 30% abaixo do valor de junho de 2010, enquanto o valor das vendas se situava cerca de 40% acima. Os novos empréstimos apresentam uma evolução idêntica nas várias regiões, não tendo regressado no final do período analisado aos níveis de meados de 2010 em nenhuma das regiões. A evolução regional das vendas foi mais heterogénea. Em junho de 2018, na Área Metropolitana de Lisboa, no Algarve e, de forma menos acentuada, na região Norte, as vendas situavam-se acima dos valores de junho de 2010. No mesmo período, na região Centro, no Alentejo e na Região Autónoma da Madeira as vendas fixaram-se em níveis próximos dos de junho de 2010, e na Região Autónoma dos Açores situaram-se num nível inferior.

23. A dimensão temporal reduzida das Estatísticas de Preços da Habitação ao nível local publicadas pelo INE (disponíveis apenas desde o primeiro trimestre de 2016) invalida que a análise efetuada seja complementada com dados relativos aos preços da habitação por regiões.

24. A CRC inclui informação mensal sobre os saldos de crédito dos devedores de todas as instituições de crédito localizadas em Portugal de acordo com algumas características destes saldos, incluindo o concelho de residência do devedor. Na análise efetuada assume-se que um saldo de crédito à habitação registado na CRC num determinado mês é um empréstimo novo quando esse devedor não tinha nenhum saldo de crédito à habitação com as mesmas características do saldo em causa (nomeadamente, junto da mesma instituição de crédito e com o mesmo prazo original) nos três meses anteriores.

Gráfico C5.1 • Vendas de alojamentos familiares e novos empréstimos à habitação: montantes totais e rácio | Valores acumulados de 12 meses



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Como reflexo da evolução descrita no parágrafo anterior, o rácio entre o montante de novos empréstimos e o montante das vendas registou uma redução acentuada nos primeiros anos do período analisado, a qual foi apenas ligeiramente revertida a partir de 2015 (colunas no conjunto de gráfico C5.1). No conjunto do país, o rácio entre os empréstimos e as vendas reduziu-se de 0,66 em junho de 2010 para um valor mínimo de 0,26 em junho de 2015, situando-se em 0,34 em junho de 2018. Esta evolução aponta para uma redução da importância do financiamento bancário a particulares nos desenvolvimentos do mercado da habitação em Portugal no período analisado. Quando comparados com os níveis passados registados na mesma região, o peso do financiamento bancário parece ser especialmente baixo na Área Metropolitana de Lisboa e no Algarve (em junho de 2018, situa-se em menos de metade dos valores do início da amostra).²⁵ Esta evidência poderá estar associada à ideia de que nestas regiões o investimento estrangeiro ou a compra de imóveis por parte de empresas estará a ter um maior peso nas transações do que no passado.

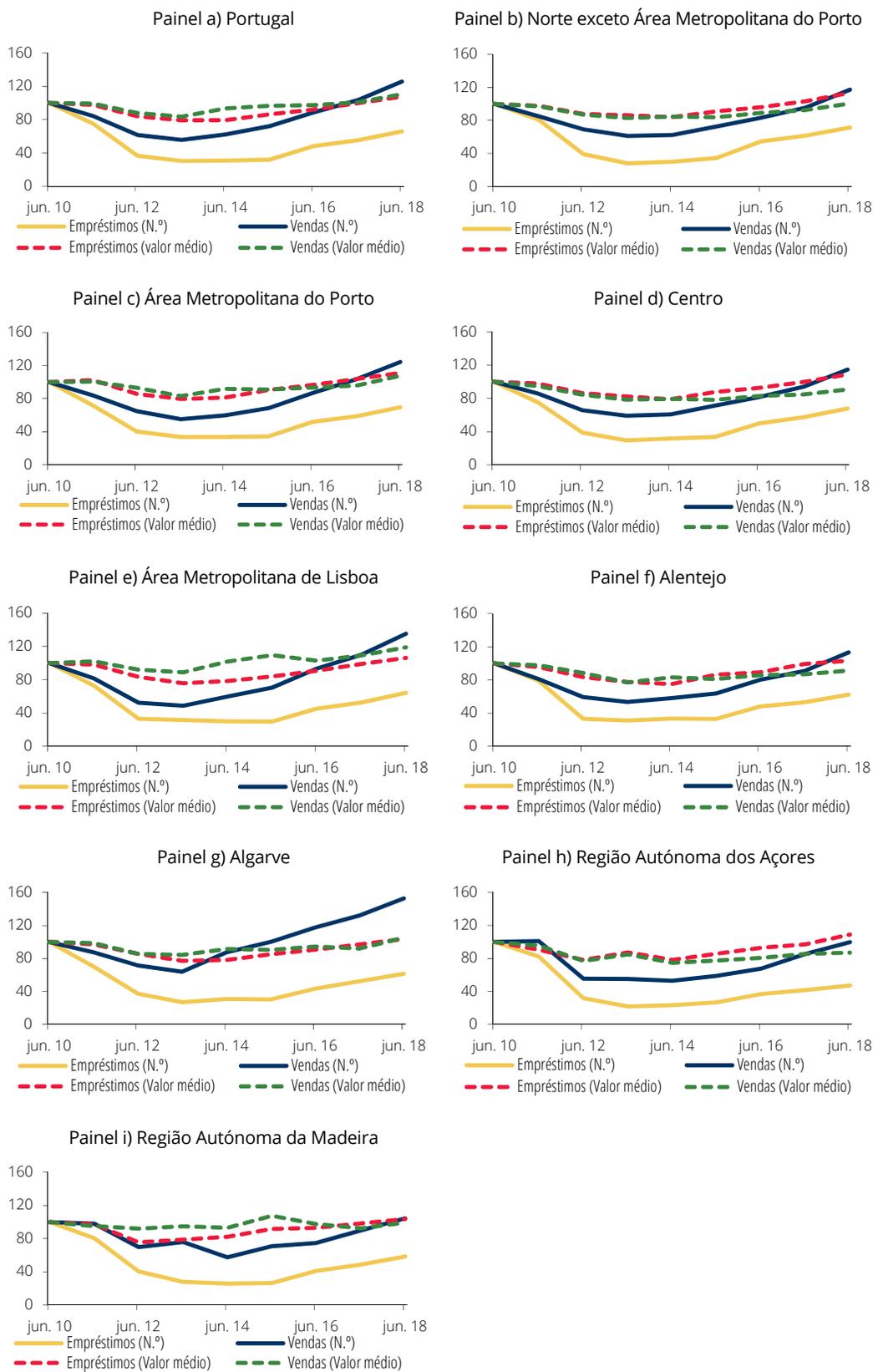
A redução dos rácios entre os novos empréstimos e as vendas pode refletir dois tipos de fatores. Por um lado, pode estar associada a um aumento da percentagem do número de vendas que são efetuadas sem recurso a crédito bancário em Portugal por parte dos particulares. Por outro lado, pode refletir um aumento do valor médio das vendas relativamente ao valor médio dos empréstimos. Este último caso poderá ocorrer se os imóveis vendidos com e sem recurso a crédito tiverem evoluções diferentes de preço (nomeadamente, por terem características diferentes) ou se existir uma redução da percentagem do valor de aquisição que é financiada com crédito bancário. Com o objetivo de compreender quais destes fatores terão dominado a evolução recente, no conjunto de gráficos C5.2 compara-se a evolução do número e do valor médio de vendas e empréstimos. Em todas as regiões, o comportamento das quantidades é semelhante ao dos montantes totais apresentados nos gráfico C5.1, enquanto os indicadores relativos aos valores médios apresentam variações menos acentuadas ao longo do tempo. Assim, a redução do peso dos empréstimos no valor total das vendas terá sido principalmente originada por um aumento do número de alojamentos cuja compra não é financiada por empréstimos a particulares concedidos por bancos em Portugal. No caso dos valores médios, a Área Metropolitana de Lisboa é a única região em que as vendas tiveram um crescimento acumulado ligeiramente superior ao dos empréstimos, decorrente de uma tendência de acréscimo no valor médio das vendas desde 2013, que não é tão marcada nas restantes regiões.²⁶

Em resumo, o peso do financiamento bancário por parte dos particulares nas transações de alojamentos familiares realizadas em Portugal situa-se atualmente em níveis bastante mais reduzidos do que os registados em 2010. Esta situação reflete um maior dinamismo do número de transações do que do número de empréstimos. A redução do peso do financiamento bancário nas vendas é transversal às várias regiões do país mas a sua magnitude é maior na Área Metropolitana de Lisboa e no Algarve, regiões onde o investimento estrangeiro ou a compra de imóveis por parte de empresas poderão estar a ter um maior peso nas transações.

25. Entre regiões estes rácios apresentam diferenças sistemáticas que devem refletir fatores específicos de cada região. Os valores mínimos são registados no Algarve, o que poderá estar relacionado com o facto de ser uma região com maior incidência de segundas habitações, as quais tipicamente se localizam em concelhos diferentes dos da residência principal. Pelo contrário, os valores mais elevados do Alentejo ou dos Açores podem decorrer de, em regiões em que as famílias têm rendimentos mais reduzidos, uma percentagem mais elevada do valor de aquisição da habitação ser financiada por empréstimos.

26. Na análise da evolução dos valores médios das vendas é importante ter presente que os mesmos são influenciados por alterações nas características dos imóveis vendidos em cada momento e portanto não refletem diretamente a evolução dos preços à habitação. No período analisado a percentagem de vendas de imóveis novos no total de alojamentos vendidos reduziu-se significativamente em todas as regiões, o que deverá contribuir para um crescimento menor do valor médio das vendas do que de indicadores de preços que sejam ajustados pelas características dos imóveis.

Gráfico C5.2 • Vendas de alojamentos familiares e novos empréstimos à habitação: número e valores médios | Valores acumulados de 12 meses, em índice (jun. 10=100)



Caixa 6 • Evolução da alavancagem das empresas em Portugal, Espanha e Itália

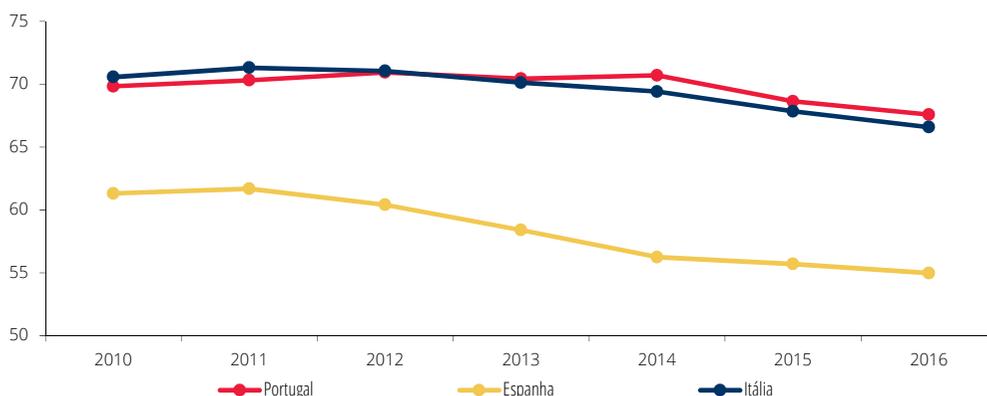
As sociedades não financeiras (SNF) portuguesas iniciaram um processo de desalavancagem gradual durante a crise. A análise de informação contabilística das empresas em Portugal permite concluir que este processo de desalavancagem está essencialmente associado a um reforço dos capitais próprios, bem como à saída líquida de empresas (ver caixa 2 do Tema em destaque do *Boletim Económico* de Maio de 2018). Nesta caixa analisa-se informação contabilística de natureza semelhante disponível para as empresas em Portugal, Espanha e Itália. Esta análise explora a base de dados BACH, que agrega de forma harmonizada informação relativa aos balanços e contas de resultados das SNF²⁷ em 11 países europeus, incluindo Portugal.²⁸

Os ativos de uma empresa podem ser financiados através dos recursos da empresa e dos seus acionistas (capital próprio) ou através dos recursos de entidades exteriores à empresa (dívida). O conceito de alavancagem traduz em que medida o ativo é financiado por dívida. Tendo em conta que o ativo corresponde à soma do capital próprio e da dívida, pode definir-se um rácio de alavancagem da seguinte forma:

$$\text{Rácio de Alavancagem} = \frac{\text{Dívida}}{\text{Capital Próprio} + \text{Dívida}}$$

Entre 2010 e 2016, as empresas portuguesas, à semelhança das espanholas e italianas, reduziram o seu rácio de alavancagem, ou seja, aumentaram o recurso a capitais próprios (Gráfico C6.1). Contudo, as empresas portuguesas começaram o processo de desalavancagem mais tarde e registaram uma diminuição do rácio de apenas 2,3 pp, o que contrasta com uma redução 4 pp em Itália e de 6,3 pp em Espanha. As empresas em Itália e em Portugal têm um nível de alavancagem semelhante ao longo deste período (70% em média) e superior ao de Espanha (58% em média).

Gráfico C6.1 • Evolução do rácio de alavancagem, por país | Em percentagem



Fontes: BACH e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O rácio de alavancagem traduz qual a percentagem do ativo que é financiada por dívida.

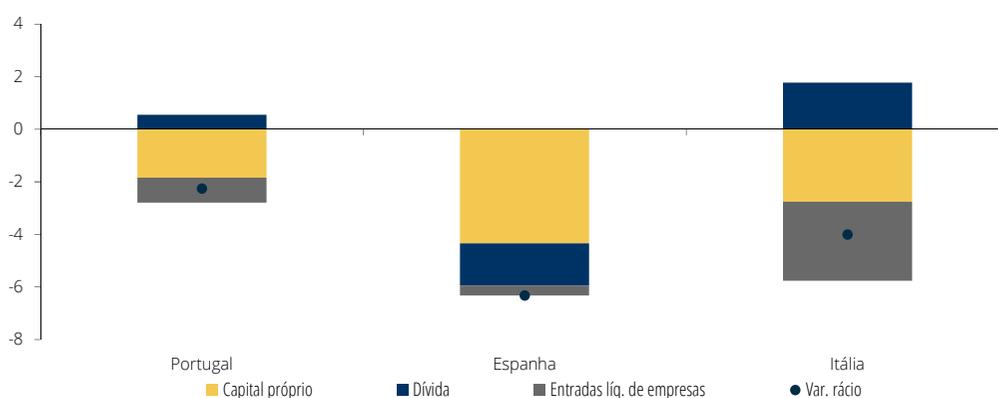
De forma a compreender a evolução do rácio de alavancagem, decompôs-se a sua variação em três componentes: i) contributo relacionado com a evolução do capital próprio; ii) contributo relacionado

27. As sedes sociais são excluídas desta análise.

28. A informação microeconómica na base de dados relativa a Portugal, Espanha e Itália apresenta uma representatividade e qualidade elevadas nos três países. Os dados para os restantes países apresentam, em alguns casos, diferenças significativas na cobertura ou quebras estatísticas ao longo do período em análise. Noutros casos, a evolução do enquadramento macroeconómico e financeiro durante este período foi bastante diferenciada.

com a evolução da dívida das empresas (em ambos os casos para empresas que mantêm a sua atividade em dois anos consecutivos); e iii) contributo líquido das entradas e saídas de empresas (Gráfico C6.2).²⁹ Valores positivos (negativos) dos contributos indicam um efeito no sentido de aumento (redução) do rácio de alavancagem. A redução da alavancagem em Portugal decorre de um reforço dos capitais próprios e, em menor medida, do contributo da entrada de empresas (tipicamente menos alavancadas do que a média) e da saída de empresas (tipicamente mais alavancadas do que a média). A maior desalavancagem em Espanha deve-se a um aumento mais expressivo do capital próprio, reforçado por uma redução de dívida, ao invés do que é verificado em Portugal. Por seu turno, a redução mais expressiva do rácio de alavancagem em Itália do que em Portugal está sobretudo associada a um maior contributo da entrada e saída de empresas e a um maior reforço do capital próprio.

Gráfico C6.2 • Contributos para a variação do rácio de alavancagem entre 2010 e 2016, por país | Em pontos percentuais



Fontes: BACH e cálculos do Banco de Portugal.

De forma a aprofundar as dinâmicas ilustradas pelo gráfico anterior, dividiram-se os contributos do capital próprio e da dívida pelas suas principais componentes (Gráfico C6.3). Assim, atribui-se a variação do capital próprio (ΔCP) a três componentes: i) resultado líquido do exercício (RL); ii) variação da conta de reavaliações, ajustamentos em investimentos financeiros e outro rendimento integral ($\Delta Reav$); e iii) outras variações de capital (OVC).³⁰ Esta última componente pode ser interpretada como uma *proxy* da injeção líquida de capitais na empresa por parte dos acionistas. Os dividendos e a compra de ações contribuem para uma injeção líquida de capital negativa, e portanto para uma maior alavancagem, enquanto aumentos de capital através da emissão de novas ações contribuem para uma injeção líquida de capital positiva e, assim, para uma menor alavancagem. Por sua vez, os contributos da dívida repartem-se em i) dívida financeira e ii) dívida não financeira. A dívida financeira está sujeita ao pagamento de juros, incluindo os empréstimos bancários e obrigações. A dívida não financeira corresponde a todas as restantes responsabilidades da empresa perante terceiros, nomeadamente as dívidas a fornecedores e provisões.

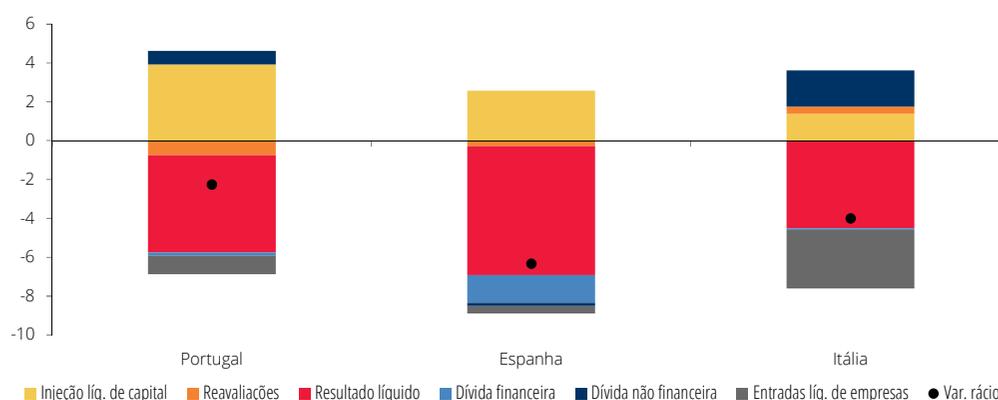
Verifica-se que, dos três países analisados, Portugal é o país onde os acionistas beneficiaram de maior distribuição de dividendos das suas empresas (ou seja, que teve uma injeção líquida de

29. Para tal procedeu-se à expansão em série de Taylor de ordem 2 da função que descreve o rácio de alavancagem.

30. Considere-se $CP_t = RL_t + Reav_t + OC_t$ onde OC_t corresponde ao capital social, reservas e outras contas de capital no período t . Daqui resulta $\Delta CP_t = RL_t + \Delta Reav_t + OVC_t$ onde $OVC_t = OC_t - OC_{t-1} - RL_{t-1}$. A subtração de RL_{t-1} na variação de OC justifica-se com o facto de a conta de resultado líquido ser um fluxo.

capital mais negativa), contribuindo para explicar a menor desalavancagem das empresas portuguesas. Em contrapartida, o resultado líquido é o fator com maior impacto na redução do rácio de alavancagem das empresas portuguesas, tendo este fator sido ainda mais relevante para as empresas espanholas. Todos os países reduziram a dívida financeira no período em análise, com destaque para as empresas espanholas.

Gráfico C6.3 • Contributos para a variação do rácio de alavancagem entre 2010 e 2016, por país | Em pontos percentuais



Fontes: BACH e cálculos do Banco de Portugal.

A granularidade da informação disponível na base de dados BACH permite explorar a heterogeneidade das empresas nalgumas dimensões, tais como a sua dimensão ou setor de atividade.

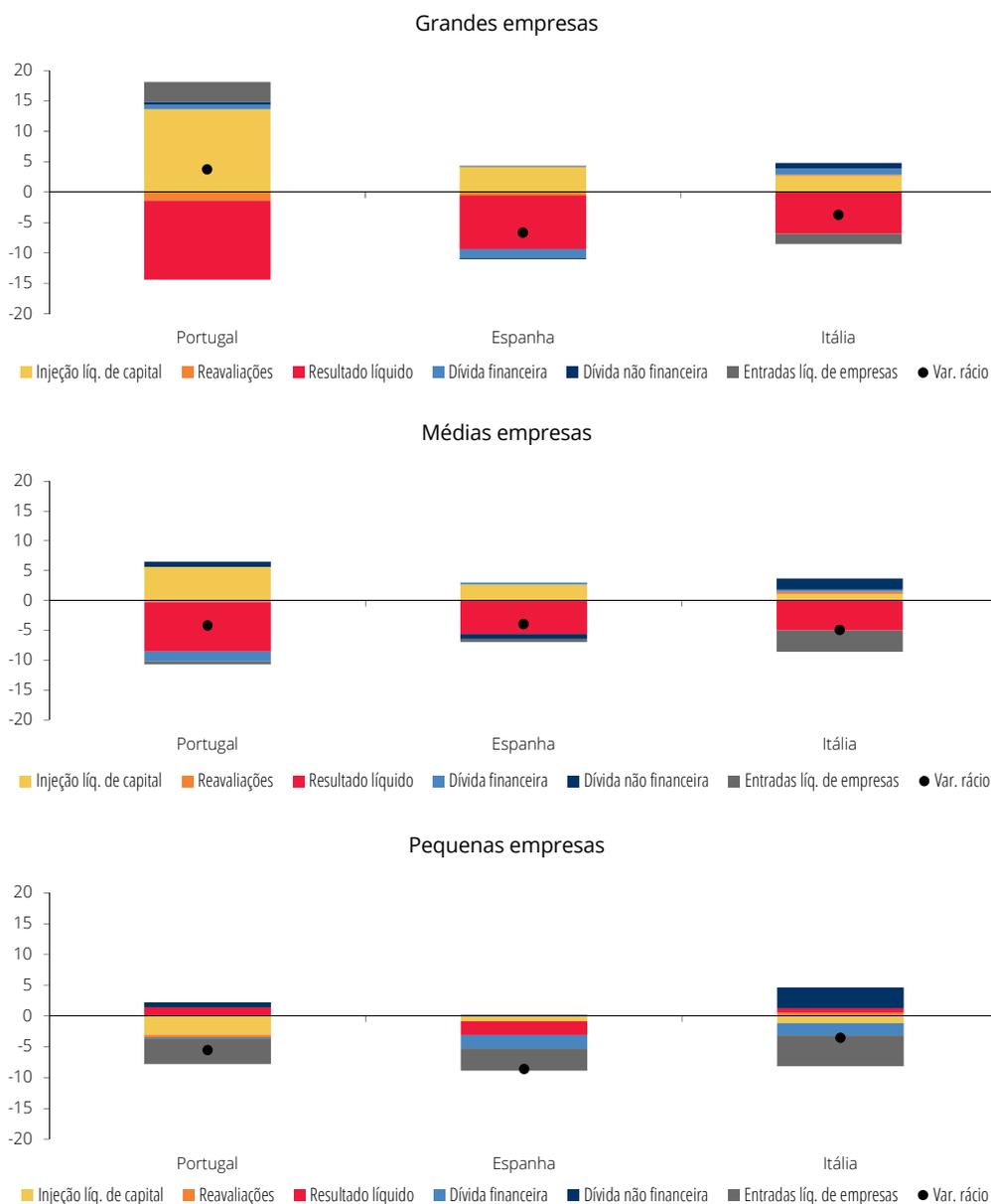
Para cada classe de dimensão, observam-se algumas semelhanças entre os países na decomposição da evolução da alavancagem (Gráfico C6.4).³¹ As grandes e médias empresas caracterizam-se nos três países por terem resultados líquidos positivos e injeções líquidas negativas de capital (correspondente à distribuição de dividendos). Por outro lado, as pequenas empresas caracterizam-se por terem um contributo significativo e negativo da entrada líquida de empresas (o que poderá estar associado à falência de empresas mais alavancadas e à entrada de empresas pouco alavancadas), uma injeção líquida de capital positiva e uma diminuição da dívida financeira. Relativamente às empresas de grande dimensão, Portugal destaca-se por ser o único país em que se verificou um aumento da alavancagem destas empresas. Nas pequenas empresas os resultados líquidos negativos contribuíram para o aumento da alavancagem em Itália e Portugal.

O gráfico C6.5 apresenta a evolução do rácio de alavancagem para alguns setores de atividade. O setor da eletricidade, gás e água tem uma evolução semelhante nos vários países, ou seja, os resultados líquidos positivos contribuíram para a redução da alavancagem e a injeção líquida de capital contribuiu para o seu aumento. A entrada líquida de empresas deste setor tem um contributo positivo na alavancagem, o que contrasta com o sinal negativo deste contributo na generalidade dos outros setores.

No setor da indústria transformadora, a evolução também é relativamente semelhante nos vários países. No entanto, em Itália a injeção líquida de capital não contribuiu para o aumento da alavancagem das empresas.

31. A classificação da dimensão na base de dados BACH considera apenas o valor das vendas como critério. De acordo com esta classificação, as pequenas empresas têm um volume de vendas inferior a 10 milhões de euros, as médias empresas um volume de vendas entre 10 e 50 milhões de euros e as grandes empresas um volume de vendas superior a 50 milhões de euros.

Gráfico C6.4 • Contributos para a variação do rácio de alavancagem entre 2010 e 2016, por país e por dimensão | Em pontos percentuais



Fontes: BACH e cálculos do Banco de Portugal.

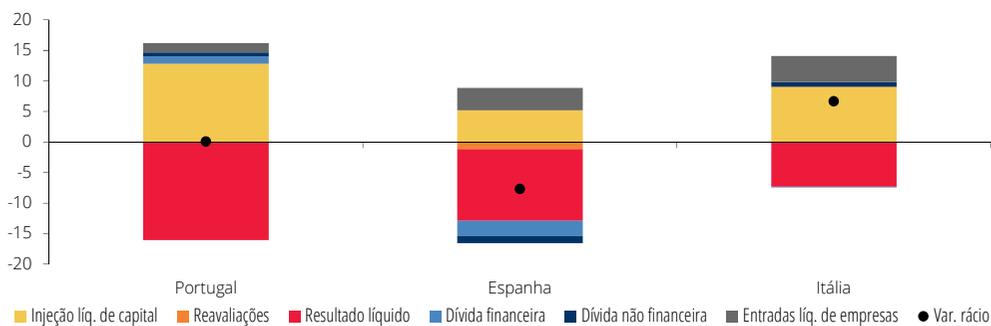
No setor da construção é bem evidente a desalavancagem pela saída de empresas endividadas. Os resultados líquidos negativos contribuirão para o aumento da alavancagem nos três países. Destaca-se ainda o contributo da injeção de capital para a redução da alavancagem em Espanha, compensando o efeito dos resultados negativos.

No setor das atividades imobiliárias, a injeção de capital por parte dos acionistas contribuiu significativamente para a redução da alavancagem, especialmente em Portugal e em Espanha.

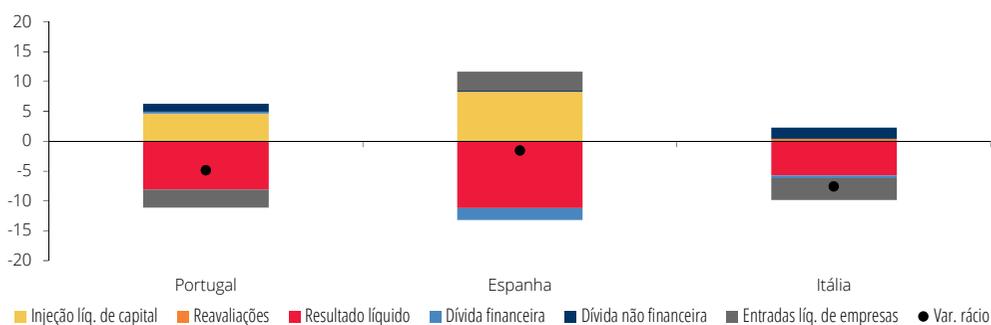
Esta caixa ilustra a importância de utilizar dados contabilísticos ao nível microeconómico para aprofundar a análise da evolução da alavancagem das empresas. Neste âmbito, surgem como fundamentais a dinâmica de geração de resultados e de distribuição de dividendos das empresas, bem como o contributo da entrada líquida de empresas.

Gráfico C6.5 • Contributos para a variação do rácio de alavancagem entre 2010 e 2016, por país e por setor de atividade | Em pontos percentuais

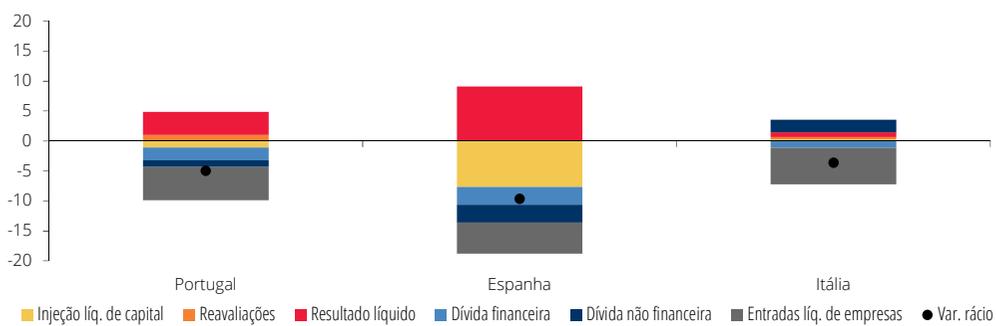
Eletricidade, gás e água



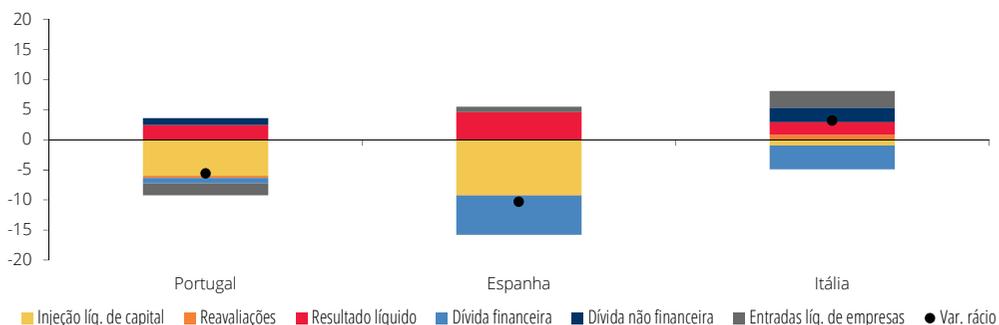
Indústria transformadora



Construção



Atividades imobiliárias



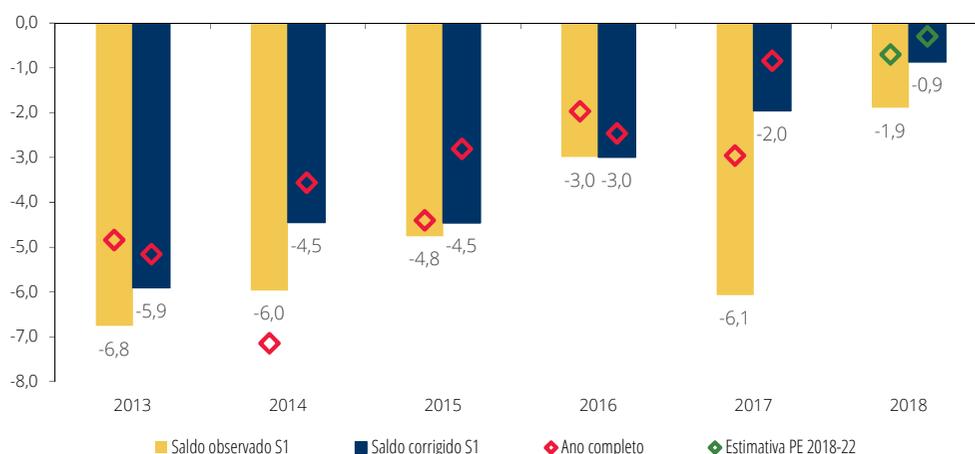
Fontes: BACH e cálculos do Banco de Portugal.

4 Política e situação orçamental

... O défice orçamental no primeiro semestre de 2018 situou-se
... abaixo do registado no período homólogo

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo INE, o défice das administrações públicas situou-se em 1,9% do PIB no primeiro semestre de 2018, o que representa uma redução de 4,2 pp face ao período homólogo (Gráfico I.4.1). Note-se, contudo, que esta evolução se encontra afetada pelo registo de diversas operações pontuais que se traduziram num aumento de despesa em 2017 e em 2018.³² Excluindo estas operações, a redução do défice situou-se em 1,1 pp do PIB. Esta evolução resultou do decréscimo da despesa primária e dos juros em rácio do PIB (-0,8 e -0,3 pp, respetivamente), em conjugação com uma ligeira diminuição do rácio da receita no PIB (-0,1 pp).

Gráfico I.4.1 • Saldo orçamental das administrações públicas | 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, o registo de pedidos de reforço orçamental por parte do Instituto de Financiamento da Agricultura e Pescas e a medida de resolução aplicada ao Banif em 2016, venda de F-16, efeito temporário do PERES e devolução da *prepaid margin*; em 2017, injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos, recuperação da garantia concedida ao BPP, despesa relativa à conversão de ativos por impostos diferidos e apoio financeiro concedido às empresas STCP e CARRIS para acomodar os custos relacionados com contratos *swap*; em 2018, a transferência do Fundo de Resolução para o Novo Banco, um empréstimo do Estado ao Fundo de Recuperação de Créditos e a decisão do Supremo Tribunal de Justiça sobre o pagamento de uma indemnização.

Nos últimos anos, o défice orçamental ajustado de fatores pontuais tem apresentado um valor mais baixo no segundo semestre do que no primeiro. Tendo em consideração este perfil, o objetivo oficial para o défice deste ano (0,7% do PIB), definido no Programa de Estabilidade (PE 2018-22) e mantido inalterado no âmbito da segunda notificação do Procedimento dos Défices Excessivos, parece exequível, embora não isento de riscos. Importa destacar alguns fatores que exercem uma

32. Estas operações correspondem, em 2017, à injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos e, em 2018, à transferência do Fundo de Resolução para o Novo Banco, ao empréstimo do Estado ao Fundo de Recuperação de Créditos e à decisão do Supremo Tribunal de Justiça sobre o pagamento de uma indemnização no âmbito de um processo relativo à concessão de um terreno.

pressão ascendente na despesa do segundo semestre, tais como o diferente perfil de pagamento do subsídio de Natal, o efeito gradual do descongelamento de carreiras dos funcionários públicos e o aumento extraordinário das pensões em agosto de 2018.³³ Adicionalmente, subsiste alguma incerteza relativamente à evolução de algumas rubricas da receita fiscal e não fiscal. Relativamente a esta última é de referir a recuperação do valor remanescente da garantia concedida pelo Estado e executada aquando da resolução do Banco Privado Português, incluída na estimativa anual, e que pode não ser conseguida integralmente em 2018.

⋮ No primeiro semestre, a receita corrente cresceu em linha com o objetivo anual

A receita corrente registou um crescimento de 3,1% no primeiro semestre, em linha com o objetivo oficial para o ano. Esta evolução resultou do forte crescimento da receita de impostos sobre a produção e a importação e das contribuições sociais efetivas, que mais do que compensaram a queda registada na coleta dos impostos sobre o rendimento e o património e das contribuições imputadas (Quadro I.4.1). Com efeito, a receita dos impostos sobre a produção e importação aumentou 5,5%. De destacar o crescimento de 4,0% da receita de IVA, apesar de ter registado uma forte desaceleração durante o semestre, influenciada pelas alterações na cobrança do IVA sobre as importações extra-UE. Por sua vez, as contribuições sociais efetivas apresentaram um crescimento significativo no primeiro semestre (5,7%), sendo expectável que a receita nesta rubrica ultrapasse o valor projetado para o conjunto do ano.

Em contrapartida, a coleta de impostos sobre o rendimento e o património registou neste período uma diminuição homóloga de 1,5%, parcialmente explicada pelo diferente perfil de pagamento de reembolsos em sede de IRS e do diferimento do prazo do pagamento da autoliquidação do IRC.³⁴ Note-se que se trata de fatores que afetam apenas o perfil intra-anual da receita, pelo que a estimativa anual de uma quase estabilização da receita dos impostos diretos revela-se claramente atingível, como confirmado pelos resultados da execução em contabilidade pública até agosto.

No que diz respeito às outras receitas correntes, estas apresentaram uma evolução positiva e globalmente consistente com a estimada para o conjunto do ano, em larga medida devido à materialização do aumento esperado de dividendos recebidos pelas administrações públicas.

⋮ A despesa corrente primária, corrigida das alterações no perfil intra-anual, cresceu globalmente em linha com o previsto para o conjunto do ano

A despesa corrente primária apresentou um ligeiro aumento no primeiro semestre, consideravelmente abaixo do crescimento estimado para o ano como um todo. Este diferencial reduz-se substancialmente se considerarmos a alteração do perfil de pagamento de salários e pensões

33. Enquanto em 2017 metade das prestações relativas ao subsídio de Natal ou equivalente foram pagas em duodécimos, em 2018 estas prestações serão pagas na sua totalidade no mês de novembro (dezembro no caso dos pensionistas da Segurança Social).

34. O prazo da entrega da declaração periódica de rendimentos de IRC relativos a 2017 foi alargado de maio para junho de 2018. A comparação semestral é, no entanto, afetada uma vez que alguns pagamentos da autoliquidação são recebidos no mês seguinte ao estabelecido pela administração fiscal.

que, sendo neutra em termos anuais, tem um impacto negativo nas taxas de crescimento destas rubricas no primeiro semestre.

Apesar de uma forte aceleração no segundo trimestre, o consumo intermédio apresentou um crescimento mais baixo do que a estimativa anual (0,6% no semestre, face a um aumento esperado de 1,3% no ano), que se explica em parte pela redução significativa dos encargos com parcerias público-privadas do setor rodoviário. De notar, no entanto, que estes apresentam tipicamente uma evolução intra-anual muito volátil.

Também as prestações sociais em dinheiro, corrigidas da alteração no perfil de pagamento das pensões, apresentaram uma evolução ligeiramente abaixo da previsão anual, tendo beneficiado de uma redução das despesas com subsídios de desemprego, num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho. Importa salientar, contudo, que existem pressões ascendentes na despesa com pensões no segundo semestre, por via do aumento extraordinário das pensões ocorrido em agosto deste ano.

Quadro I.4.1 • Conta das administrações públicas | Em milhões de euros

	Primeiro semestre 2017	Primeiro semestre 2018	tvh (%)	Por memória: previsão oficial ⁽¹⁾	
				2018	tvh (%)
Receitas totais	37923,7	39012,2	2,9	86573,1	4,2
Receita corrente	37545,3	38712,0	3,1	84940,4	3,2
Receita fiscal e contributiva	32066,6	33125,0	3,3	73864,6	3,4
Impostos sobre o rendimento e o património	7301,3	7191,0	-1,5	19758,9	0,2
Impostos sobre a produção e a importação	13819,4	14579,8	5,5	30471,7	4,9
Contribuições sociais	10945,9	11354,1	3,7	23634,1	4,2
Efetivas	8563,9	9054,8	5,7	18826,2	4,9
Imputadas	2382,0	2299,3	-3,5	4808,0	1,5
Outras receitas correntes	5478,8	5587,1	2,0	11075,7	1,9
Receitas de capital	378,3	300,2	-20,7	1632,7	104,5
Despesas totais	43738,8	40876,9	-6,5	88063,3	-0,9
Despesa corrente	38200,1	38066,4	-0,3	81909,3	2,0
Prestações sociais	16389,0	16369,5	-0,1	36755,8	3,1
em dinheiro	14697,1	14631,8	-0,4	33169,9	3,1
em espécie	1692,0	1737,7	2,7	3585,9	2,8
Despesas com pessoal	10700,6	10551,6	-1,4	21721,4	2,0
Consumo intermédio	4930,9	4960,9	0,6	10703,0	1,3
Subsídios	355,2	406,9	14,6	874,8	2,0
Juros	3606,0	3389,9	-6,0	7052,1	-5,2
Outra despesa corrente	2218,4	2387,6	7,6	4802,0	7,2
Despesas de capital	5538,7	2810,5	-49,3	6154,0	-28,3
Formação bruta de capital fixo	1371,2	1457,8	6,3	4585,0	28,7
Outras despesas de capital	4167,5	1352,7	-67,5	1569,0	-68,8
Saldo total	-5815,1	-1864,7	-	-1490,2	-
Saldo total (% do PIB)	-6,1	-1,9		-0,7	
<i>Por memória:</i>					
Despesa corrente primária	34594,1	34676,5	0,2	74857,1	2,8

Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: (1) Estimativa oficial subjacente ao PE 2018-22. (2) Estas taxas resultam dos valores considerados no PE 2018-22 para o ano de 2018 e da conta de 2017 atualizada pelo INE na 2.ª notificação do PDE de 2018.

Por seu turno, a despesa com pessoal, também corrigida do diferente perfil de pagamento do subsídio de Natal, apresentou um crescimento em linha com o perspectivado para o conjunto do ano. Esta evolução foi influenciada pelo crescimento assinalável do número de funcionários públicos no primeiro semestre (0,9%). Dada a aceleração expectável da despesa com pessoal no segundo semestre decorrente do efeito do descongelamento faseado de carreiras dos funcionários públicos, o cumprimento da estimativa anual envolve uma incerteza considerável.

... O investimento público apresentou no primeiro semestre um crescimento consideravelmente abaixo do esperado para o conjunto do ano

No que se refere às rubricas de capital, o investimento apresentou um crescimento muito aquém da estimativa para o conjunto do ano (6,3% que compara com 28,7%). Este resultado estará associado a uma execução abaixo do previsto no que respeita a fundos comunitários, com reflexo também na receita de capital. Com efeito, a receita de capital apresentou uma queda, que contrasta com o forte crescimento projetado para o conjunto do ano, mesmo ajustando pelo impacto pontual da recuperação de uma garantia concedida ao Banco Privado Português. Considerando a despesa de capital líquida de receitas de capital e corrigida dos efeitos pontuais extraordinários, verifica-se um crescimento acima do projetado na atualização do Programa de Estabilidade, gerando alguma incerteza relativamente ao resultado no conjunto do ano.³⁵

... A dívida pública em percentagem do PIB manteve um valor próximo do observado no final de 2017

No final do primeiro semestre de 2018, a dívida pública em rácio do PIB situou-se em 124,9%, o que representa uma quase estabilização face ao final de 2017 (124,8%). Excluindo os depósitos das administrações públicas, o rácio da dívida apresentou um ligeiro aumento neste período (+0,7 pp).³⁶ Este nível de endividamento permanece um dos mais elevados da área do euro (Gráfico I.4.2). A estabilização do rácio da dívida resulta de ajustamentos défice-dívida que contribuíram para o aumento do rácio e, em sentido contrário, do impacto do excedente primário e do efeito “bola de neve” (resultante do diferencial negativo entre a taxa de juro do *stock* da dívida e a taxa de crescimento do PIB nominal). De notar que os ajustamentos défice-dívida positivos refletem em larga medida o registo diferenciado de operações com desfasamentos temporais, efeito que deverá ser mitigado no conjunto do ano.

35. Foram considerados os fatores pontuais mencionados na nota do gráfico I.4.1 para a correção do valor semestral, e as medidas temporárias identificadas na atualização do Programa de Estabilidade para a correção da estimativa anual.

36. Este indicador aumentou de 114,5%, no final de 2017, para 115,1%, no final de junho de 2018.

Gráfico I.4.2 • Dívida pública na área do euro | Em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat.

Ao longo do primeiro semestre de 2018, o Estado português teve uma presença regular nos mercados de dívida soberana, tendo sido realizadas emissões com diferentes prazos. No que respeita às emissões de curto prazo, a taxa de juro média dos leilões de Bilhetes do Tesouro situou-se em -0,4%, o que compara com -0,1% no mesmo período de 2017. Relativamente à evolução das taxas de colocação a longo prazo, refira-se que, na maturidade de 9-10 anos, a taxa média dos leilões foi de 1,9% no primeiro semestre, menos 1,5 pp do que no período homólogo. Estes desenvolvimentos refletiram-se na continuação da queda em valor nominal das despesas em juros na primeira metade de 2018 (-6,0%), num contexto de aumento do *stock* nominal da dívida pública.

No que se refere ao objetivo anual para a dívida pública, a estimativa para 2018 divulgada no âmbito da recente notificação do procedimento dos défices excessivos aponta para uma redução do seu peso no PIB para 121,2% no final do ano. Este valor é inferior à estimativa incluída na atualização do Programa de Estabilidade, resultante de um efeito denominador associado à recente revisão em alta do PIB nominal pelo INE.

5 Oferta

Desaceleração do VAB no primeiro semestre de 2018 refletindo em grande parte o abrandamento da atividade na indústria e na construção

No primeiro semestre de 2018, o valor acrescentado bruto (VAB) registou um crescimento em termos reais de 1,8% face ao período homólogo, o que representa uma desaceleração relativamente ao crescimento de 2,3% registado no segundo semestre de 2017 (Quadro I.5.1). Tal como nos últimos anos, no primeiro semestre de 2018, o crescimento do VAB foi inferior ao do PIB, que teve neste período um aumento de 2,3% em termos homólogos (Capítulo 6). A discrepância entre o crescimento do VAB e do PIB reflete a evolução dos impostos líquidos de subsídios, que cresceram 5,4% em volume no primeiro semestre de 2018 face ao período homólogo, após um crescimento de 5,9% em 2017.

No primeiro semestre de 2018, o VAB na área do euro registou um crescimento de 2,4%, em termos homólogos, o que representa uma desaceleração face ao crescimento de 2,9% observado no segundo semestre de 2017. A desaceleração do VAB na área do euro no primeiro semestre de 2018 foi semelhante à observada em Portugal, pelo que o respetivo diferencial de crescimento se manteve inalterado em -0,6 pp.

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

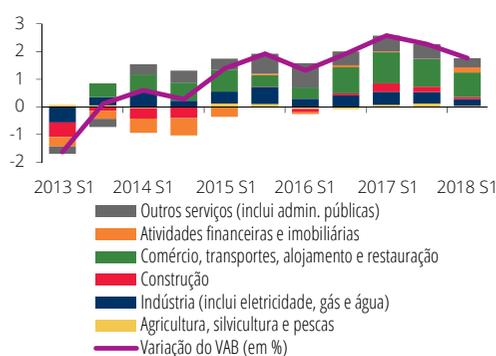
	% do VAB em 2017	2016	2017	2017		2018		2017		2018	
				S1	S2	S1	T3	T4	T1	T2	
VAB	100,0	1,6	2,4	2,6	2,3	1,8	2,4	2,2	1,6	1,9	
Agricultura, silvicultura e pescas	2,3	-3,6	4,6	3,5	5,7	1,8	6,1	5,3	2,7	0,9	
Indústria	14,8	2,7	3,6	4,1	3,1	1,1	3,0	3,3	1,5	0,7	
Energia, água e saneamento	3,7	-0,5	-2,1	-3,1	-1,1	3,1	-2,4	0,2	3,6	2,6	
Construção	4,0	-0,5	6,3	7,7	4,8	1,6	5,0	4,7	0,9	2,3	
Serviços	75,3	1,8	2,1	2,2	2,0	1,8	2,2	1,8	1,5	2,1	
Comércio e reparação	14,0	2,7	3,0	2,9	3,1	3,3	3,1	3,1	3,3	3,4	
Alojamento e restauração	6,0	4,2	2,6	3,1	2,1	2,4	2,4	1,8	1,9	2,9	
Transportes; atividades de informação e comunicação	8,4	0,5	5,7	6,5	5,0	2,9	7,0	3,0	2,1	3,7	
Atividades financeiras; atividades imobiliárias	17,1	0,0	0,1	0,1	0,0	1,2	0,1	0,0	1,1	1,3	
Outras atividades de serviços	29,7	2,2	1,8	1,8	1,7	1,0	1,7	1,8	0,7	1,4	
<i>Por memória:</i>											
Área do euro	-	1,7	2,5	2,2	2,9	2,4	2,9	2,9	2,6	2,3	

Fontes: Eurostat e INE.

A desaceleração do VAB no primeiro semestre de 2018 reflete em grande medida o abrandamento na indústria e na construção (Quadro I.5.1 e gráfico I.5.1). O VAB nos serviços também registou um crescimento em termos homólogos inferior ao do segundo semestre de 2017. É de destacar a manutenção do elevado crescimento da atividade no comércio e nos serviços de alojamento e restauração, em linha com o dinamismo do turismo.

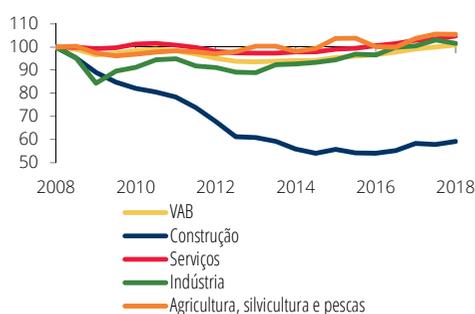
O VAB total no primeiro semestre de 2018 situou-se acima do valor observado antes da crise económica e financeira internacional (Gráfico I.5.2). Este perfil é transversal à generalidade dos principais setores de atividade, com exceção da construção, um setor onde a atividade registou uma quebra muito significativa durante o período de ajustamento económico. De facto, não obstante a recuperação observada desde o final de 2016, o VAB na construção no primeiro semestre de 2018 encontrava-se cerca de 40% abaixo do nível registado no primeiro semestre de 2008. Nos serviços, o VAB encontra-se acima dos valores pré-crise desde o primeiro semestre de 2016, para o que contribuiu em grande medida o dinamismo no comércio e nos serviços de alojamento e restauração.

Gráfico I.5.1 • Contributos para a taxa de variação homóloga do VAB | Contributos setoriais, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

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



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

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

Num horizonte temporal mais alargado, o ritmo a que uma economia pode crescer sem gerar pressões inflacionistas depende em larga medida da sua capacidade produtiva. O produto potencial é um conceito central neste domínio, estando associado à capacidade de oferta agregada da economia. O produto potencial depende de diversos aspetos estruturais da economia, como a evolução demográfica ou a produtividade, estando esta última relacionada com fatores como o progresso tecnológico, a eficiência de utilização dos recursos ou o enquadramento institucional. Em alguns destes aspetos a economia portuguesa enfrenta importantes desafios. Um deles é a evolução demográfica, devido à redução da população e ao seu envelhecimento (Caixa 7). Outro desafio importante é o aumento dos níveis de capital por trabalhador e a necessidade de criar um enquadramento conducente a um maior crescimento do investimento, em qualidade e quantidade.³⁷ A queda acentuada do investimento em Portugal durante o recente período recessivo teve um impacto negativo sobre a acumulação de capital e sobre o produto potencial da economia.

37. Ver a caixa "Stock de capital na economia portuguesa", *Boletim Económico* de maio de 2018.

No entanto, no curto prazo e num cenário de subutilização de recursos produtivos, é possível que a atividade económica possa crescer a um ritmo superior ao do produto potencial sem gerar pressões inflacionistas. A generalidade das estimativas para o hiato do produto, definido como o diferencial entre o produto real observado e o produto potencial, mostram que este foi particularmente negativo durante o período recessivo recente, contribuindo para que a economia portuguesa observasse na fase de recuperação em curso um crescimento da atividade superior àquele que é estimado para o produto potencial.³⁸ No entanto, os indicadores mais recentes apontam para a redução do nível de subutilização da capacidade produtiva na economia portuguesa. As estimativas disponíveis para o hiato do produto, ainda que rodeadas de elevada incerteza, sugerem que este se encontra em valores próximos de zero, depois de um longo período em que registou valores negativos (Gráfico I.5.3).

Continuação da melhoria da situação no mercado de trabalho, com um crescimento robusto do emprego

A recuperação da atividade produtiva tem-se refletido na melhoria da situação do mercado de trabalho, com um crescimento robusto do emprego e uma queda acentuada da taxa de desemprego. De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, no primeiro semestre de 2018, o emprego registou um crescimento de 2,8%, em termos homólogos, um valor que traduz uma desaceleração de 0,5 pp face ao segundo semestre de 2017 (Quadro I.5.2). A recuperação do emprego é igualmente observável na área do euro, sendo particularmente marcada em Portugal e Espanha, dois países cujos mercados de trabalho apresentaram uma deterioração marcada durante o período recessivo recente (Gráfico I.5.4).

Num contexto de queda do emprego por conta própria, o dinamismo do emprego total tem refletido o crescimento significativo do emprego por conta de outrem. No primeiro semestre de 2018, o emprego por conta de outrem aumentou 3,7%, em termos homólogos, enquanto o emprego por conta própria registou uma queda de 1,5%. Tal como em 2016 e 2017, observou-se um crescimento significativo do emprego entre os indivíduos com idade superior a 54 anos (Gráfico I.5.5). No primeiro semestre de 2018, este escalão etário teve um contributo de 1,3 pp para o crescimento do emprego em termos homólogos (2,8%).³⁹ A importância dos escalões etários mais elevados para o crescimento do emprego é um fenómeno igualmente observável na área do euro, embora com intensidades variáveis entre os diversos países.⁴⁰ É de referir que as duas principais formas de contratação (contratos sem termo e contratos com termo) mantiveram um crescimento elevado na primeira metade de 2018, permanecendo praticamente inalterado o seu peso relativo na estrutura do emprego por conta de outrem.⁴¹

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

39. Entre o primeiro semestre de 2016 e o primeiro semestre de 2018, cerca de metade do crescimento do emprego (283 mil indivíduos) deveu-se ao aumento do emprego no escalão etário dos indivíduos com idade acima de 54 anos.

40. No primeiro trimestre de 2018, o emprego nos indivíduos com idade entre os 15 e os 64 anos cresceu em termos homólogos 1,4% na área do euro, 3,3% em Portugal, 2,3% em Espanha e 0,4% em Itália, sendo o contributo resultante do aumento do emprego nos indivíduos com idade entre os 55 e os 64 anos de, respetivamente, 0,9, 1,5, 0,8 e 1,1 pp.

41. O peso dos contratos com termo no emprego por conta de outrem tem permanecido em torno de 18,5% desde 2015. No segundo trimestre de 2018, este valor situou-se em 18,6%.

Gráfico I.5.3 • Estimativas para o hiato do produto em Portugal | Hiato do produto em percentagem do produto potencial

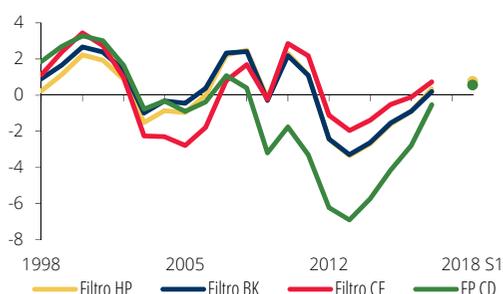
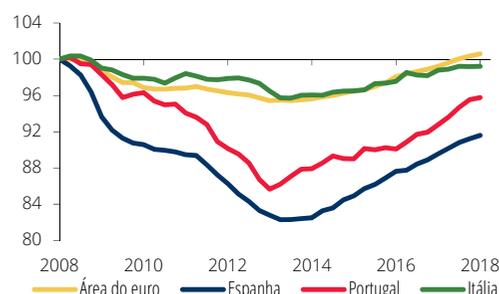


Gráfico I.5.4 • Evolução do emprego em Portugal e na área do euro | Índice 2008 T1=100



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

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

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

	Milhares de indivíduos em 2017	2016	2017	2017		2018
				S1	S2	S1
Emprego total	4756,6	1,2	3,3	3,3	3,3	2,8
Emprego conta de outrem	3948,7	2,1	4,3	3,9	4,6	3,7
Emprego por conta própria	785,9	-3,2	-0,4	1,4	-2,2	-1,5
Trabalho familiar	22,0	26,0	-23,9	-24,6	-23,2	-12,2
Por tipo de contrato:						
Contrato sem termo	3080,3	1,6	4,7	4,8	4,5	3,5
Contrato com termo	728,7	2,6	3,3	0,1	6,5	5,4
Contrato prestação de serviços	139,7	8,4	0,8	5,6	-3,5	2,0
Por regime de duração:						
Tempo completo	4220,3	1,8	4,1	3,6	4,5	4,1
Tempo parcial	536,3	-3,0	-2,4	1,5	-6,2	-7,4
Por escalões etários:						
Entre 15 e 24 anos	282,6	4,4	7,7	7,3	8,0	3,8
Entre 25 e 34 anos	933,0	-2,0	1,1	0,7	1,5	1,5
Entre 35 e 44 anos	1306,8	0,9	-0,1	0,1	-0,3	0,2
Entre 45 e 54 anos	1219,6	2,0	4,3	3,8	4,8	3,8
Mais de 54 anos	1014,5	3,3	7,7	8,8	6,5	6,0

Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

O crescimento do emprego voltou a registar um crescimento superior ao do VAB, traduzindo-se numa nova queda da produtividade por trabalhador no primeiro semestre de 2018. Esta medida de produtividade manteve assim o perfil decrescente observado em 2017. Entre 2014 e o primeiro semestre de 2018, a queda do VAB por trabalhador observada a nível agregado parece resultar de diminuições da produtividade dentro de cada setor de atividade (Quadro I.5.3). O contributo da componente intersetorial (ou seja, das variações de trabalhadores entre setores) foi positivo, sendo mesmo de magnitude superior 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. Note-se, todavia, que a decomposição apresentada no quadro I.5.3 é baseada em dados agregados setoriais e refere-se a uma reafetação do fator trabalho entre setores. O Tema em destaque “Reafetação de recursos e produtividade total de fatores em Portugal”, incluído neste Boletim, procede a uma análise que tem alguma analogia com a apresentada nesta secção, mas investiga a reafetação de recursos olhando para uma medida alternativa de produtividade – a produtividade multifatorial ou produtividade total dos fatores – usando dados ao nível das empresas. A análise conduzida, baseada em microdados, permite identificar outros canais de reafetação de recursos, como por exemplo a que ocorre com a entrada de empresas novas ou com a saída de empresas que cessam a sua atividade.

Quadro I.5.3 • Contributos setoriais para a variação do VAB por trabalhador⁴² | Taxa de variação, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais

	2014	2015	2016	2017	2018 S1	2014-2018 S1	2009-2013
Total da economia (exc. AP e AI; taxa de variação, em percentagem)	-0,7	0,0	0,3	-0,3	-0,7	-1,5	9,2
Contributos (em pp):							
Agricultura, sicultura e pescas	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,6	-0,4	2,4
Indústria transformadora	0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1
Energia, água e saneamento	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-1,3	5,3
Comércio, transportes, alojamento e restauração	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,6	0,6
Construção	-1,3	-1,0	0,4	-0,3	-0,5	-2,7	-1,3
Outros serviços							
Contributo intrasetorial	-1,7	-0,8	-0,1	-0,6	-1,1	-4,3	7,3
Contributo intersetorial	0,9	0,9	0,4	0,3	0,4	2,8	1,9

Fonte: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: AP – administrações públicas; AI – atividades imobiliárias. Para uma descrição detalhada da metodologia de cálculo dos contributos setoriais, ver a caixa “A evolução do VAB, emprego e produtividade na recuperação em curso: contributos setoriais”, *Boletim Económico* de outubro de 2017.

... Crescimento robusto do emprego tem contribuído para a manutenção do perfil de queda da taxa de desemprego

Para o crescimento do emprego tem contribuído o fluxo significativo de indivíduos que transitam da situação de desemprego para o emprego. Considerando fluxos em amostra constante, ou seja tendo em conta os indivíduos que permanecem na amostra do Inquérito ao Emprego do INE em dois trimestres consecutivos, no primeiro semestre de 2018, 156 mil indivíduos transitaram do desemprego para o emprego, enquanto 107 mil indivíduos fizeram o trajeto inverso (Quadro I.5.3).

No primeiro semestre de 2018, a taxa de desemprego situou-se em 7,3% (Quadro I.5.5). Em termos trimestrais, a taxa de desemprego situou-se em 7,9% no primeiro trimestre de 2018, reduzindo-se para 6,7%, no segundo trimestre – o valor mais baixo desde o segundo trimestre de 2004. A queda da taxa de desemprego tem sido um fenómeno igualmente observável na área do euro, sendo particularmente marcada em Portugal e Espanha (Gráfico I.5.6). Em termos homólogos, a redução da taxa

42. 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 setor e, por conseguinte, da respetiva produtividade por trabalhador. Neste contexto, optou-se por apresentar os cálculos dos contributos setoriais para o crescimento do VAB por trabalhador excluindo não só as administrações públicas como igualmente as atividades imobiliárias.

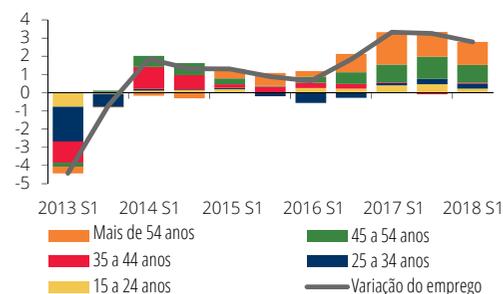
de desemprego em Portugal tem subjacente uma queda no número de desempregados de 22,7%. Relativamente ao primeiro trimestre de 2013, quando a taxa de desemprego atingiu o máximo histórico de 17,5%, o número de desempregados em Portugal diminuiu 62% (menos 575 mil desempregados).

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

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

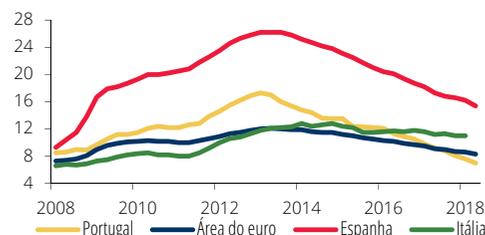
Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: (1) Valores semestrais calculados com base nos fluxos trimestrais em amostra constante (indivíduos que permanecem na amostra do Inquérito ao Emprego em dois trimestres consecutivos). (2) O efeito amostral representa a diferença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

Gráfico I.5.5 • Contributos por escalão etário para o crescimento do emprego | Contributos, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.5.6 • Evolução da taxa de desemprego em Portugal e na área do euro | Valores trimestrais, em percentagem da população ativa



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

Tal como em 2017, a queda da taxa de desemprego na primeira metade de 2018 refletiu em grande parte a redução da incidência do chamado desemprego de muito longa duração (indivíduos desempregados há dois ou mais anos), com reflexos igualmente na diminuição da duração mediana do desemprego (Gráfico I.5.7). No segundo trimestre de 2018, o peso do desemprego de muito longa duração no desemprego total era de 36%, traduzindo uma queda significativa em relação ao valor de 48% observado no último trimestre de 2016. No mesmo período, a duração mediana do desemprego diminuiu de 23 para 14 meses.

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

	Milhares de indivíduos em 2017	2016	2017	2017		2018
				S1	S2	S1
Desemprego total (taxa de variação homóloga em %)	462,8	-11,4	-19,2	-17,9	-20,7	-22,7
Taxa de desemprego	-	11,1	8,9	9,5	8,3	7,3
Por escalões etários						
Entre 15 e 24 anos	88,6	28,0	23,9	23,9	23,9	20,7
Entre 25 e 34 anos	100,4	12,5	9,7	10,5	8,9	8,0
Entre 35 e 44 anos	100,7	8,5	7,2	7,9	6,4	6,2
Entre 45 e 54 anos	94,7	9,7	7,2	7,9	6,5	5,5
Mais de 54 anos	78,4	8,9	7,2	7,6	6,8	5,8
Taxa de subutilização do trabalho (1)	900,9	19,4	16,5	17,4	15,7	14,3
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) (2)	268,7	62,5	58,1	59,3	56,6	53,2
Desemprego de muito longa duração (em % do desemprego total) (3)	193,9	47,3	41,9	43,3	40,3	36,8
Inativos desencorajados	213,0	4,6	4,1	4,1	4,1	3,5

Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal. | (1) Agrega a população desempregada, o subemprego de trabalhadores a tempo parcial, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis e os inativos disponíveis mas que não procuram emprego. Para efeito de cálculo desta taxa, a população ativa inclui igualmente estes inativos. (2) O desemprego de longa duração inclui os indivíduos desempregados há 12 ou mais meses. (3) O desemprego de muito longa duração inclui os indivíduos desempregados há 24 ou mais meses.

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

A queda acentuada do desemprego no período mais recente levanta a questão sobre o nível de subutilização existente no mercado de trabalho em Portugal. Este assunto é especialmente relevante no atual contexto em que um número crescente de empresas afirma ter dificuldades de contratação, em particular de pessoal qualificado. De acordo com o Inquérito aos Custos de Contexto divulgado pelo INE no final de julho, as dificuldades na contratação de trabalhadores e o acesso a técnicos qualificados por parte das empresas foram identificados como os domínios que registaram maior aumento entre 2014 e 2017. Adicionalmente, de acordo com os Inquéritos de Opinião da Comissão Europeia, a percentagem de empresas que indica a insuficiência de trabalho como fator limitativo à produção aumentou desde o início de 2017, em particular na construção (Gráfico I.5.8).

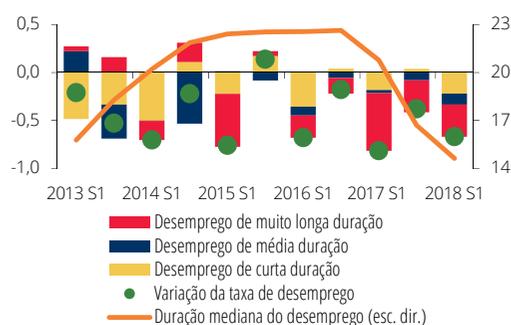
A informação disponível aponta para a manutenção do dinamismo da procura de trabalho, com os indicadores setoriais sobre as perspetivas de emprego a registarem um perfil ascendente e a situarem-se acima dos valores observados antes da crise financeira internacional (Gráfico I.5.9).⁴³

Para avaliar o nível global de subutilização do mercado de trabalho é importante considerar medidas mais abrangentes do que apenas a taxa de desemprego. De facto, o crescimento do emprego pode estar associado não só a uma redução do desemprego mas também à transição de indivíduos para o emprego que anteriormente eram considerados como inativos porque, por exemplo, não procuravam ativamente emprego. Neste âmbito, indicadores alternativos apontam igualmente para a redução significativa do grau de subutilização no mercado de trabalho em Portugal. O número de indivíduos sem emprego que afirma querer trabalhar embora não procure ativamente emprego

43. Adicionalmente, de acordo com as Estatísticas dos Empregos Vagos, divulgadas pelo Gabinete de Estratégia e Planeamento do Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social (MTSSS), no primeiro trimestre de 2018, o número de empregos vagos na economia portuguesa (indústria, construção e serviços) era de 27 400, um valor superior em 29% ao observado no primeiro trimestre de 2016.

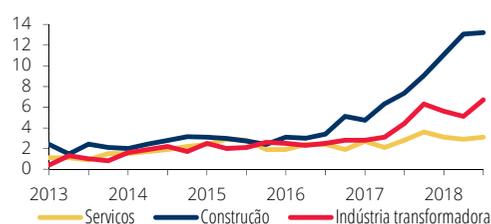
tem diminuído significativamente.⁴⁴ Entre estes, destaca-se o subgrupo constituído pelos indivíduos que se encontram disponíveis para trabalhar (designados por desencorajados) cujo número registou uma queda de 13,0% no primeiro semestre de 2018, em termos homólogos. Ainda assim, o número de desencorajados no primeiro semestre de 2018 (184 mil) encontra-se acima do valor observado antes da crise financeira internacional.⁴⁵ Por seu turno, a taxa de subutilização do trabalho calculada pelo INE tem apresentado um perfil de queda mais marcado do que o da taxa de desemprego (Gráfico I.5.10).⁴⁶ No primeiro semestre de 2018, a taxa de subutilização do trabalho situou-se em 14,3%, o que representa uma redução de 3,1 pp face ao primeiro semestre de 2017 (no mesmo período a taxa de desemprego diminuiu 2,2 pp) (Quadro I.5.5).

Gráfico I.5.7 • Contributos para a variação da taxa de desemprego por escalões de duração e duração mediana do desemprego | Contributos em pontos percentuais, duração do desemprego, em meses



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

Gráfico I.5.8 • Empresas que indicam a insuficiência de trabalho como fator limitativo à produção | Em percentagem do número de empresas da amostra



Fonte: Comissão Europeia (Inquéritos de Opinião).

Estes indicadores sugerem que a margem de crescimento do emprego pela incorporação de desempregados ou de indivíduos inativos mas vinculados ao mercado de trabalho reduziu-se no período mais recente. A utilização mais intensiva dos trabalhadores existentes oferece uma margem adicional para as empresas expandirem a sua capacidade produtiva, num contexto em que se observa um aumento do nível de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora e nos serviços para valores próximos dos registados antes do eclodir da crise económica e financeira internacional (Gráfico I.5.11).

Neste contexto, é de sublinhar que, de acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, o número de trabalhadores que trabalha a tempo parcial porque não encontra um trabalho a tempo completo (subemprego de trabalhadores a tempo parcial) tem vindo a diminuir. No primeiro semestre de 2018, o número de indivíduos nesta situação era de 188 mil, o que representa uma queda de 8,6%

44. Estes indivíduos são designados na literatura por inativos marginalmente vinculados ao mercado de trabalho (*marginally attached*). No primeiro semestre de 2018, o número de indivíduos nesta situação registou uma queda em termos homólogos de 12,8 %, situando-se em 299 mil.

45. No primeiro semestre de 2008, o número de desencorajados era de 67 mil.

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

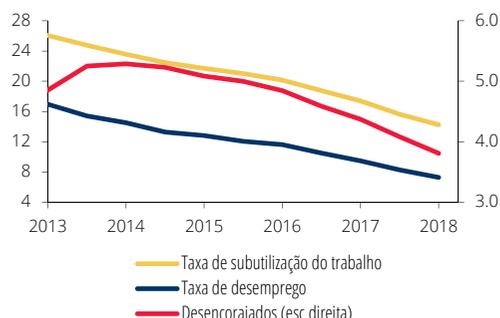
em termos homólogos. No mesmo período, o número de trabalhadores com trabalho a tempo completo que afirmava estar disponível para trabalhar mais horas, ganhando mais, registou uma redução de 10,3%.

Gráfico I.5.9 • Avaliação das perspetivas de emprego nos próximos 3 meses | Saldo de respostas extremas, corrigido de variações sazonais



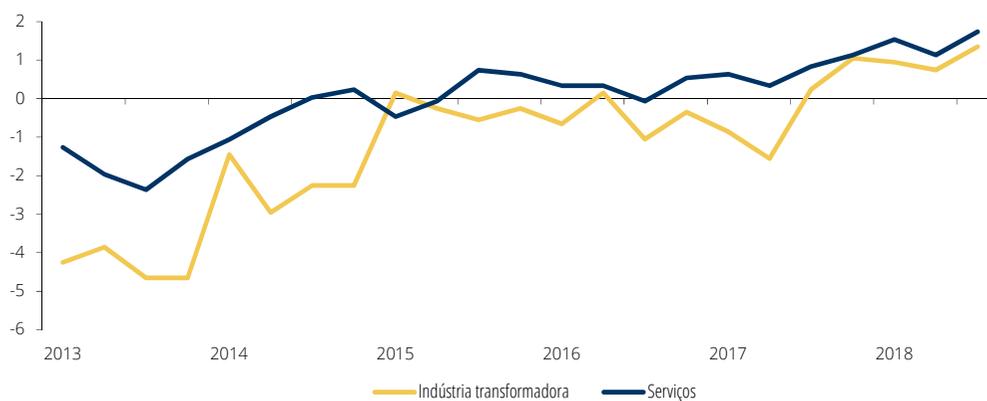
Fonte: Comissão Europeia (Inquéritos de Opinião).

Gráfico I.5.10 • Indicadores de subutilização do trabalho | Em percentagem da população ativa



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.5.11 • Nível de utilização da capacidade produtiva na indústria e nos serviços | Diferença face à média desde 2000 (indústria) e 2011 (serviços)



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

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

Na medida em que os indicadores disponíveis apontam para a redução da subutilização no mercado de trabalho, o potencial de crescimento do emprego a médio prazo dependerá em larga medida do crescimento da oferta de trabalho. No primeiro semestre de 2018, a população ativa registou um aumento de 0,4% em termos homólogos, o que compara com um crescimento de 0,8% no conjunto de 2017 (Quadro I.5.6). O perfil de recuperação da população ativa, após quedas sucessivas entre 2011 e 2016, ocorre num cenário de evolução demográfica adversa, com

a manutenção da tendência de redução da população residente e respetivo envelhecimento. Assim, a população ativa em Portugal no primeiro semestre de 2018 era inferior em 5,8% à registada no primeiro semestre de 2008.

Quadro I.5.6 • Indicadores sobre a evolução recente da população ativa em Portugal | Taxa de variação homóloga, em percentagem, salvo indicação em contrário

	Milhares de indivíduos em 2017	2016	2017	2017		2018
				S1	S2	S1
População	10285,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Menos de 15 anos	1431,9	-1,6	-1,1	-1,2	-1,0	-1,3
Entre 15 e 24 anos	1092,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4
Entre 25 e 34 anos	1148,8	-2,5	-2,7	-2,7	-2,7	-2,3
Entre 35 e 44 anos	1525,9	-1,3	-1,6	-1,6	-1,6	-1,8
Entre 45 e 54 anos	1516,7	0,0	0,5	0,4	0,5	0,4
Mais de 54 anos	3569,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
População ativa	5219,4	-0,3	0,8	0,9	0,7	0,4
Entre 15 e 24 anos	371,3	-1,4	1,9	0,2	3,7	-0,4
Entre 25 e 34 anos	1033,4	-2,7	-2,0	-2,6	-1,5	-1,3
Entre 35 e 44 anos	1407,5	-1,0	-1,5	-0,9	-2,2	-1,6
Entre 45 e 54 anos	1314,4	0,9	1,4	1,2	1,7	1,1
Mais de 54 anos	1092,9	2,0	5,7	6,8	4,6	4,0
Taxa de atividade (em % da população)	-	50,2	50,7	50,6	50,9	50,9
Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)	-	73,7	74,7	74,2	75,1	75,0

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

No primeiro semestre de 2018, a população residente registou uma queda em termos homólogos de 0,2%. Tal como observado nos últimos anos, a população diminuiu em todos os escalões etários até aos 44 anos: dos 0 aos 24 anos decresceu 1,0%, dos 25 aos 34 anos decresceu 2,3% e dos 35 aos 44 anos decresceu 1,8%. Em contraste, a população residente registou um aumento de 0,4% dos 45 aos 54 anos e de 1,4% no escalão etário superior a 54 anos. O envelhecimento da população tem um impacto negativo sobre a população ativa devido às taxas de atividade tipicamente mais baixas nos escalões etários mais elevados.⁴⁷ A evolução favorável da população ativa no período mais recente beneficiou do aumento da taxa de atividade nos escalões etários mais elevados e, em menor grau, do saldo migratório positivo observado a partir de 2017 e da manutenção da tendência de longo prazo de aumento da taxa de atividade feminina.⁴⁸ Em Portugal, a taxa de atividade para os indivíduos com idade entre os 55 e os 64 anos aumentou de 54,4%, em 2013, para 63,3%, no primeiro semestre de 2018.

O crescimento da taxa de atividade nos escalões etários mais elevados observa-se igualmente no conjunto da área do euro. Para além do dinamismo da procura de trabalho por parte das empresas, este fenómeno estará igualmente associado ao aumento da esperança média de vida da população. De facto, na última década, o envelhecimento da população terá levado vários países da área do euro a desenvolver medidas de reforma dos sistemas de pensões, visando a sua sustentabilidade financeira. Uma das medidas mais frequentemente usada foi a promoção

47. No primeiro semestre de 2018, o peso da população residente com mais de 54 anos na população total era de 35%, o que traduz um aumento de 8 pp face ao valor observado em 2000.

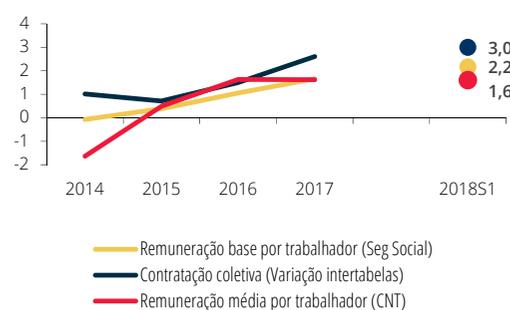
48. O aumento da população ativa de nacionalidade estrangeira representou 1/3 do crescimento da população ativa registado no primeiro semestre de 2018 em termos homólogos. Por seu turno, no primeiro semestre de 2018, a taxa de atividade feminina era de 47,4%, um valor superior em 2,6 pp ao observado em 2000.

do adiamento da passagem à reforma, nomeadamente através do aumento da idade legal de reforma, em geral de forma gradual e, nalguns casos, indexada ao aumento da esperança média de vida na idade de reforma. O aumento da esperança de vida poderá igualmente motivar um prolongamento da vida ativa, na medida em que alguns indivíduos podem optar por manter-se empregados para além da idade mínima de reforma, evitando períodos longos de inatividade e minimizando a materialização do risco de pobreza. Finalmente, na medida em que as taxas de atividade tendem a aumentar com o nível de escolaridade da população, a evolução da taxa de atividade nos escalões etários mais altos poderá estar igualmente a refletir possíveis efeitos de composição associados ao aumento significativo do nível de escolaridade entre a população mais idosa. Em Portugal, por exemplo, no primeiro semestre de 2018, 29,5% dos indivíduos com idade superior a 54 anos tinham escolaridade igual ou acima do ensino secundário, um valor que compara com 16,5% no primeiro semestre de 2011.

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

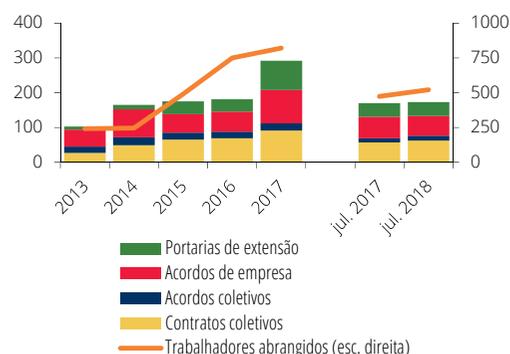
Tal como na área do euro, a melhoria das condições no mercado de trabalho em Portugal tem-se refletido num maior crescimento dos salários no período mais recente (Caixa 1). De acordo com os dados disponibilizados pelo MTSSS, no primeiro semestre de 2018, as remunerações base por trabalhador declaradas à Segurança Social registaram um crescimento de 2,2%, o que representa uma aceleração face ao valor de 1,7% observado no conjunto de 2017 (Gráfico I.5.12). A evolução das remunerações reflete igualmente o maior dinamismo da contratação coletiva em Portugal, traduzida no aumento do número de instrumentos de regulamentação coletiva. Até julho de 2018, foram publicados 173 novos instrumentos, abrangendo cerca de 520 mil trabalhadores, que se traduziram num crescimento das remunerações médias convencionadas de 3,0% (Gráfico I.5.13). Dada a sua importância crescente na distribuição salarial em Portugal, o crescimento das remunerações em 2018 estará igualmente a refletir o aumento do salário mínimo nacional.⁴⁹ No início do ano, o salário mínimo nacional aumentou de 557 para 580 euros, o que se traduz num aumento acumulado de 19,6% desde o final de 2014.

Gráfico I.5.12 • Indicadores de evolução salarial | Taxa de variação, em percentagem



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

Gráfico I.5.13 • Instrumentos de regulamentação coletiva publicados e trabalhadores abrangidos | Número e milhares



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

49. De acordo com o Inquérito aos Ganhos e à Duração do Trabalho, divulgado pelo Gabinete de Estratégia e Planeamento do MTSSS, em abril de 2017, a percentagem de trabalhadores com uma remuneração igual ao salário mínimo nacional era de 25,7%, um valor que compara com 13,2% em abril de 2014.

Caixa 7 • Demografia em Portugal: evolução recente e projeções

As alterações demográficas têm repercussões nas economias em várias dimensões. Desde logo, no mercado de trabalho, onde alterações na dimensão e na composição da população condicionam o crescimento potencial da economia. Por exemplo, uma população mais envelhecida aliada a uma baixa taxa de natalidade constituem entraves ao crescimento do produto potencial *per capita*. Os próprios padrões de consumo e de poupança tendem a variar ao longo do ciclo de vida e, deste modo, a estrutura demográfica tem implicações na despesa agregada. Outro domínio de relevância da demografia é o da sustentabilidade das finanças públicas, dada a sensibilidade da situação orçamental à receita e despesa relacionadas com o envelhecimento. Uma diminuição da população em idade ativa e do emprego implicam, *ceteris paribus*, menor receita contributiva enquanto os ganhos de longevidade se traduzem num aumento das despesas com pensões e saúde. Num contexto em que os rácios da dívida pública no PIB são elevados, a evolução demográfica constitui um fator de pressão adicional. Acresce que medidas de reforma que visem alcançar a sustentabilidade financeira destes sistemas podem ter implicações no mercado de trabalho e não são neutras em termos de bem-estar, em particular das gerações futuras.

Desde os anos 80 que Portugal se encontra num processo de transição demográfica.⁵⁰ As alterações demográficas são tipicamente fenómenos de longo prazo e em Portugal durante cerca de três décadas a alteração demográfica foi sendo observável ao nível da composição, com um envelhecimento gradual da população. Contudo, nos últimos anos tem-se assistido a um intensificar deste processo com reflexos também na diminuição na população total.

Neste contexto, esta caixa visa, em primeiro lugar, caracterizar a evolução demográfica em Portugal com enfoque na última década e, em segundo lugar, apresentar as tendências de longo prazo recorrendo ao cenário de projeção para o horizonte 2017-80 mais recente divulgado pelo INE. Simultaneamente procura-se posicionar Portugal no quadro europeu.

Evolução recente

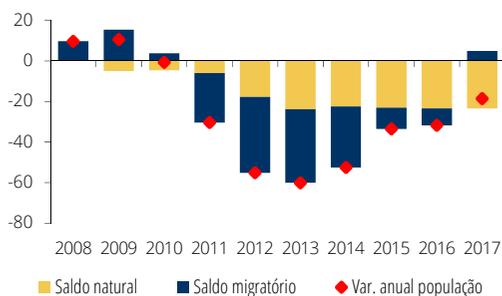
Desde 2010 que a população residente em Portugal tem vindo a diminuir, de forma mais acentuada até 2013 e em menor grau desde então. Em 2017, a população voltou a diminuir, mas menos do que nos anos anteriores, traduzindo-se numa redução de cerca de 18 500 indivíduos face a 2016. Esta menor redução ocorreu por via do saldo migratório que se tornou positivo em 2017, após seis anos consecutivos com valores negativos (Gráfico C7.1).

O saldo migratório tem vindo a recuperar desde 2014, em linha com o ciclo económico, resultado da conjugação do aumento do número de imigrantes permanentes e da redução do número de emigrantes permanentes (Gráfico C7.2). Recorde-se que o saldo migratório tinha sido sistematicamente positivo desde o início dos anos 90.

Na última década, em termos acumulados, a população residente em Portugal diminuiu em cerca de 260 mil indivíduos e a estrutura etária também se modificou consideravelmente e de forma mais adversa do que na média da União Europeia (UE) (Gráfico C7.3).

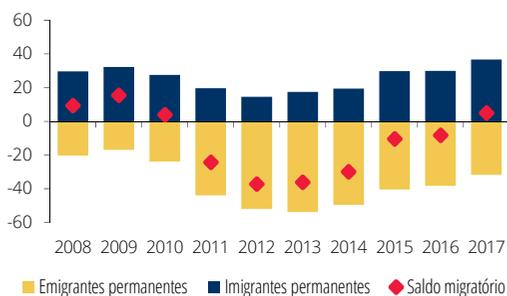
50. A este propósito, ver Tema em destaque do *Boletim Económico* de outubro de 2015: "Transição demográfica e crescimento na economia portuguesa".

Gráfico C7.1 • Variação anual da população residente | Milhares de indivíduos



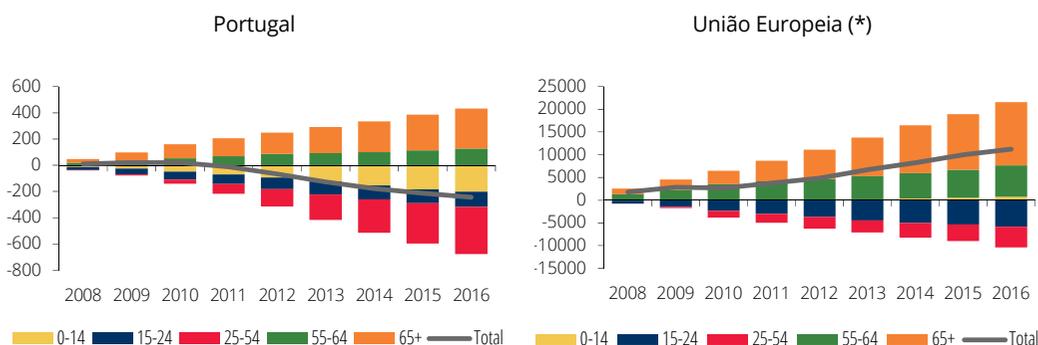
Fonte: INE.

Gráfico C7.2 • Fluxos migratórios | Milhares de indivíduos



Fonte: INE.

Gráfico C7.3 • Variação acumulada da população por grupo etário desde 2007 – comparação internacional | Milhares de indivíduos



Fonte: Eurostat. | Nota: (*) UE28.

Desde o final de 2007 que a população em Portugal diminuiu em todos os escalões etários até aos 54 anos. A redução dos escalões mais jovens tem sido superior ao aumento dos escalões de idade mais avançada, traduzindo-se numa diminuição da população. No conjunto da UE, apesar da redução da população entre os 15 e os 54 anos, a população total aumentou na última década. O escalão até aos 14 anos tem-se mantido praticamente constante, com um ligeiro aumento nos últimos anos, mas resultando de situações nacionais muito díspares.⁵¹

Em Portugal, a diminuição da população em idade ativa na última década reflete a redução acentuada da natalidade desde os anos 80, quando o Índice Sintético de Fecundidade (ISF)⁵² diminuiu para valores inferiores aos 2,1 de referência para manutenção da população (Gráfico C7.4). Esta redução do ISF ocorreu num contexto de participação crescente das mulheres no mercado de trabalho, de efetivação do planeamento familiar⁵³ e da redução da taxa de mortalidade infantil para metade ao longo da década de 80. Nas últimas décadas, o ISF tem-se reduzido de forma mais

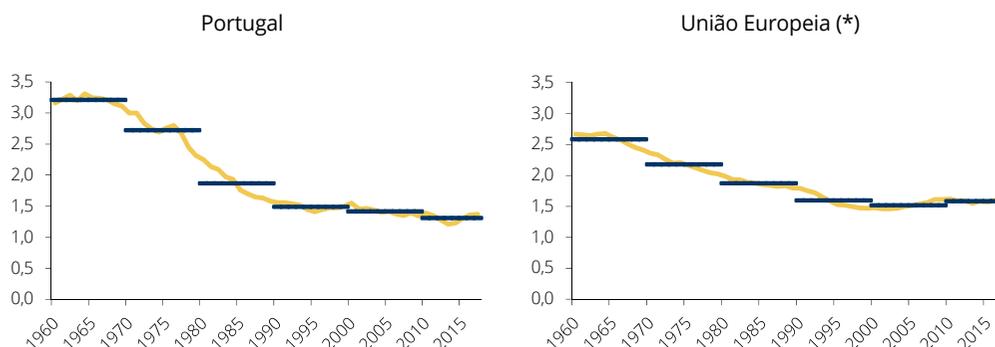
51. Por exemplo, em França, o escalão etário mais jovem ainda tem vindo a aumentar, o que reflete os elevados níveis de fecundidade. Neste país, o Índice Sintético de Fecundidade (ISF) tem-se situado em torno de 2. Já em Espanha, o ISF é relativamente próximo do de Portugal (cerca de 1,4), mas o país tem beneficiado de um contributo muito positivo dos saldos migratórios (equivalente a 0,5% da população residente em média anual entre 2000 e 2015, enquanto em Portugal esse contributo foi de 0,1%).

52. Número médio de filhos por mulher em idade fértil.

53. Trata-se de um direito previsto na Constituição da República Portuguesa de 1976 e com legislação adicional relevante em 1984.

ténue, mas situando-se entre os valores mais baixos da UE (1,3 na última década), conduzindo a uma redução da população nos escalões etários mais jovens. Pelo contrário, no conjunto da UE, desde os anos 90 que o ISF tem apresentado uma relativa estabilização e na última década aumentou ligeiramente para 1,6.

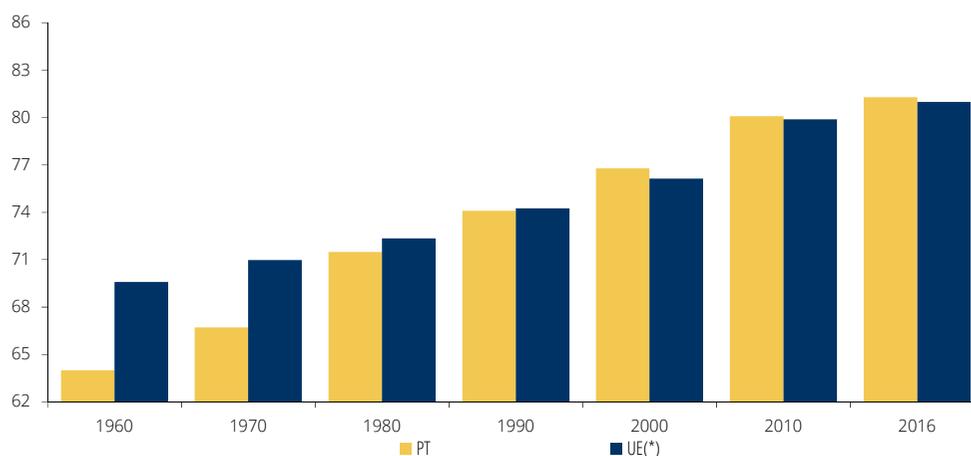
Gráfico C7.4 • Índice sintético de fecundidade | Número



Fontes: Eurostat, Human Fertility Database (Max Planck Institute for Demographic Research and Vienna Institute of Demography), INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: as barras horizontais representam o valor médio por década. (*) UE28 (média simples). Por indisponibilidade de dados, não inclui a Letónia até 1999 e a Croácia até 2000.

Por seu turno, a esperança média de vida em Portugal convergiu para a média da UE no final dos anos 80 e desde então tem evoluído muito em linha com a média da UE, situando-se até ligeiramente acima desde os anos 2000 (Gráfico C7.5).

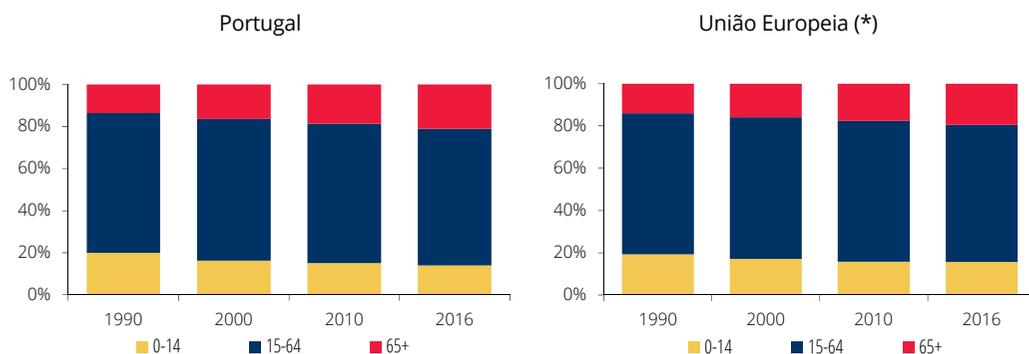
Gráfico C7.5 • Esperança média de vida à nascença | Número



Fontes: Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: (*) UE28 (média simples).

Isto significa que a redução da mortalidade tem contribuído positivamente para a evolução do saldo natural da população, tendo permitido compensar a redução da natalidade até meados da década de 2000. Contudo, no final desta década, o saldo natural tornou-se negativo. Com o saldo migratório a reduzir-se e a tornar-se negativo entre 2011 e 2016, ambas as componentes concorreram para a diminuição da população residente em Portugal e para a alteração da sua composição etária de forma mais notória do que no conjunto da UE (Gráfico C7.6).

Gráfico C7.6 • Evolução da população por grupo etário | Percentagem



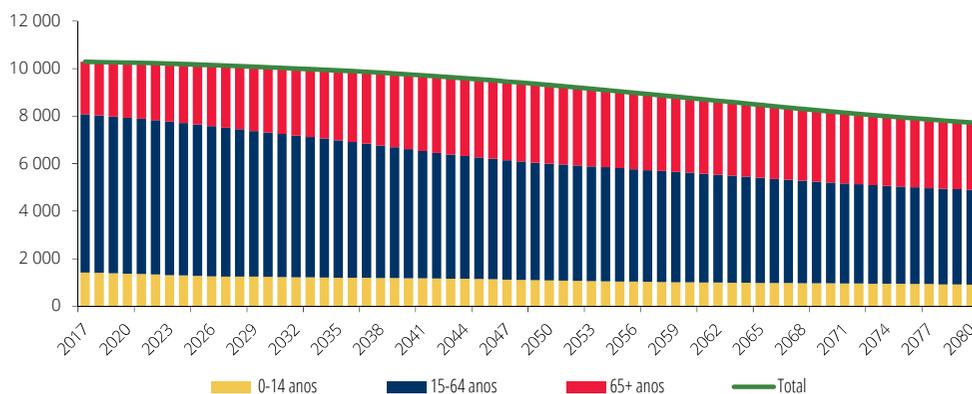
Fonte: Eurostat. | Nota: (*) UE28.

Projeções

Procurando avaliar de que modo estas alterações demográficas em Portugal se prolongarão para o futuro, apresentam-se de seguida as projeções demográficas mais recentes divulgadas pelo INE em junho de 2018 para o Cenário Central.⁵⁴ Este exercício aponta para a manutenção da tendência de diminuição e envelhecimento da população no horizonte 2017-80.

As novas projeções apontam para uma diminuição da população residente de cerca de 10 milhões e 300 mil indivíduos em 2017 para cerca de 7 milhões e 700 mil indivíduos em 2080 (Gráfico C7.7).

Gráfico C7.7 • Projeção da população residente por grupo etário | Milhares de indivíduos



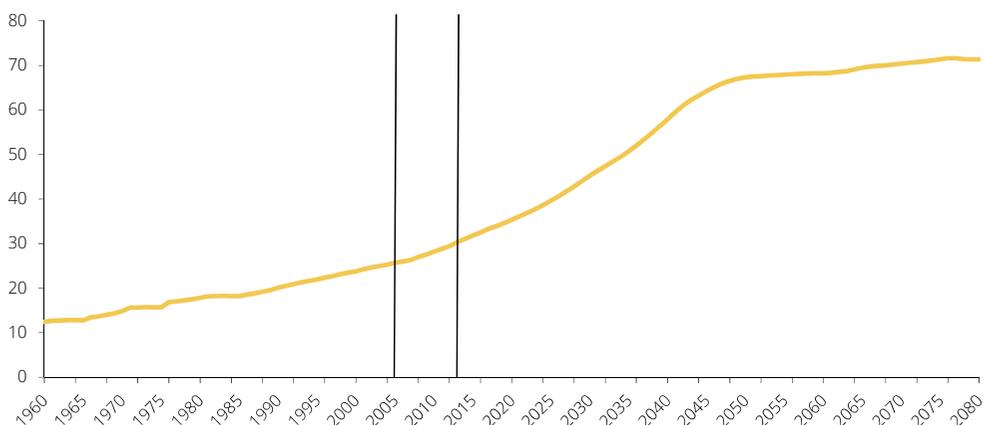
Fonte: INE.

Esta redução da população continuará a ser acompanhada de uma alteração da composição por escalões etários, com um aumento do rácio de dependência da população idosa, que se acentuará até 2050 e estabilizará posteriormente. Este resultado é idêntico ao dos cenários centrais dos exercícios anteriores do INE (março de 2017) e do Eurostat (EUROPOP 2015).

54. Sobre os principais resultados ver https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=315156710&DESTAQUESema=55466&DESTAQUESmodo=2. Para mais detalhes sobre a metodologia das Projeções de População Residente e os vários cenários considerados, ver <http://smi.ine.pt/DocumentacaoMetodologica/Detalhes/1463>.

Note-se que a tendência de aumento do rácio de dependência já se observa desde meados da década de 60, mas o aumento mais marcado tem-se verificado desde 2009 (Gráfico C7.8).

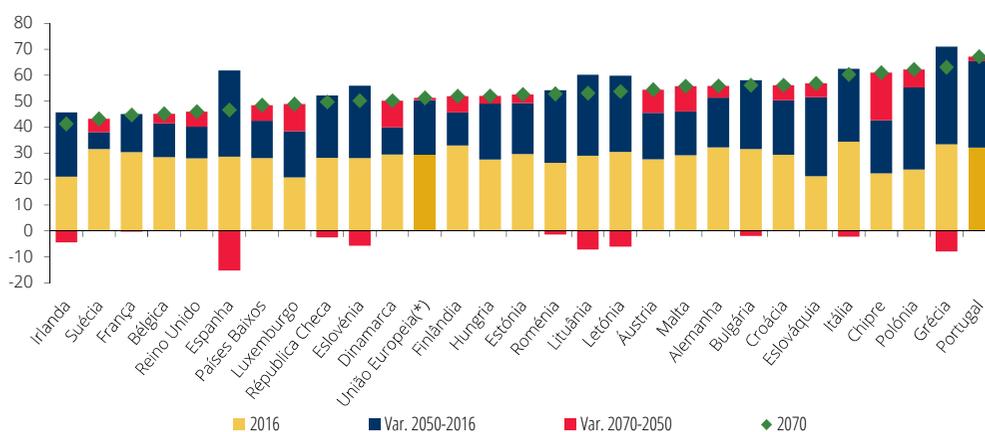
Gráfico C7.8 • Rácio de dependência da população idosa | Percentagem



Fontes: Eurostat e INE. | Notas: a última década observada encontra-se delimitada por barras verticais. O rácio apresentado corresponde ao número de indivíduos com 65 ou mais anos em relação à população entre os 15 e os 64 anos.

Na última década, este rácio aumentou 6 pp, o dobro do acréscimo observado em cada uma das décadas anteriores. Em 2016, Portugal apresentava um rácio de dependência em linha com a média da UE (cerca de 30%), mas em 2050 estará já consideravelmente acima, apresentando um valor entre os mais elevados, próximo de 70%. Até 2070 projeta-se uma estabilização deste rácio, mas nessa data representará o valor mais elevado dos países da UE (20 pp acima da média da UE) (Gráfico C7.9).

Gráfico C7.9 • Rácio de dependência da população idosa - comparação internacional | Percentagem



Fonte: Comissão Europeia, *Ageing Report 2018*. | Nota: (*) UE28.

O aumento do rácio de dependência em Portugal não reflete apenas os ganhos de longevidade comuns à generalidade dos países europeus, mas uma menor natalidade, com as projeções de longo prazo a apontarem para uma recuperação muito moderada do ISF para cerca de 1,6 no final do horizonte de projeção.

De referir a incerteza que existe em todos os cenários demográficos, em particular na componente do saldo migratório. Trata-se da variável mais volátil, mais difícil de captar e claramente a mais difícil de projetar, mas com um peso importante em vários países e períodos. De acordo com o último exercício do Eurostat, os fluxos líquidos de imigração acumulados no período 2017-70 correspondem a 11% da população na UE em 2070 enquanto para Portugal o valor projetado é 9%.

Em síntese, na última década a população residente em Portugal reduziu-se em cerca de 260 mil indivíduos, o que só pode ser explicado parcialmente pelos fluxos migratórios. Com efeito, o contributo mais significativo e persistente tem vindo a ser dado pelo saldo natural negativo, já que o ISF se situa nos valores mais baixos da UE. Paralelamente, a estrutura etária da população também se tem vindo a alterar de forma mais intensa, com o rácio de dependência já acima de 30%. Esta evolução reflete simultaneamente a redução da população em idade ativa e o aumento da população mais idosa. As projeções demográficas mais recentes mantêm a tendência de diminuição e envelhecimento da população no horizonte 2017-80, num contexto em que o rácio de dependência projetado para Portugal é o mais elevado no quadro dos países da UE (cerca de 70%). Apesar de este exercício de projeções demográficas ser de muito longo prazo, com elevado grau de incerteza, a evidência da última década sugere que a evolução demográfica em Portugal foi já mais adversa do que a observada na média da UE, que também exibiu uma trajetória de envelhecimento da população. Estas perspetivas demográficas colocam desafios muito significativos para a economia portuguesa e devem ser tidas em conta nos domínios de atuação dos agentes económicos e na definição de políticas públicas.

6 Procura

Desaceleração do PIB no primeiro semestre de 2018, em linha com a evolução na área do euro

No primeiro semestre de 2018, o PIB real cresceu 2,3% em termos homólogos, desacelerando 0,2 pp face ao segundo semestre de 2017 (Quadro I.6.1). A atividade na área do euro também desacelerou no mesmo período, com a variação homóloga do PIB a reduzir-se de 2,8% para 2,3%. Em taxa de variação em cadeia, o crescimento do PIB em Portugal no primeiro semestre de 2018 foi de 1,1% (1,2% no semestre anterior). Os indicadores de evolução cíclica da economia sugerem que o ritmo de crescimento se mantém robusto e acima da média de longo prazo (Caixa 8).

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

	% do PIB em 2017	2016	2017	2017		2018		2017		2018	
				S1	S2	S1	T3	T4	T1	T2	
PIB	100,0	1,9	2,8	3,1	2,5	2,3	2,5	2,5	2,2	2,4	
Procura interna	99,2	2,0	3,0	2,9	3,2	2,6	3,7	2,7	2,5	2,6	
Consumo privado	64,8	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7	
Consumo público	17,5	0,8	0,2	-0,2	0,6	0,8	0,6	0,6	0,7	0,9	
Investimento	16,9	1,7	9,2	9,2	9,2	5,0	11,5	7,0	6,1	4,0	
FBCF	16,6	2,3	9,2	10,8	7,7	4,0	9,3	6,1	4,3	3,7	
Variação de existências ^(a)		-0,4	0,1	-0,4	0,6	0,4	0,4	0,1	0,3	0,1	
Exportações	42,7	4,4	7,8	9,0	6,7	6,0	6,2	7,2	4,9	7,0	
Importações	41,9	4,7	8,1	8,3	7,9	6,4	8,7	7,2	5,6	7,2	
Contributo da procura interna líquida do conteúdo importado ^(b)		0,9	1,3	1,2	1,2	1,1	1,4	1,0	1,0	1,1	
Contributo das exportações líquidas do conteúdo importado ^(b)		0,9	1,5	1,8	1,3	1,2	1,1	1,5	1,1	1,3	
<i>Por memória:</i>											
PIB – taxa de variação em cadeia				1,3	1,2	1,1	0,6	0,8	0,4	0,6	
Procura interna (exc. variação de existências)	98,9	2,1	3,0	3,1	2,9	2,4	3,3	2,5	2,3	2,6	

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

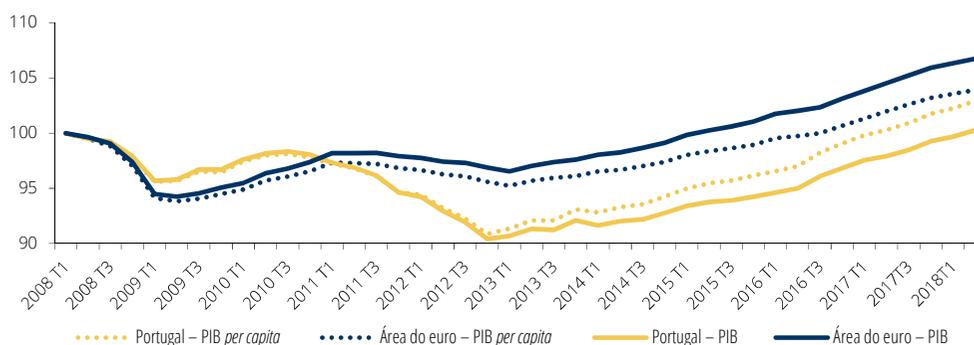
No segundo trimestre de 2018, o PIB real ultrapassou o nível observado antes da crise económica e financeira internacional, um resultado que também se verifica em termos do PIB real *per capita* desde meados de 2017. Em ambos os casos, a recuperação da atividade em Portugal, em termos acumulados, mantém-se aquém da observada na área do euro (Gráfico I.6.1).

Desaceleração da atividade refletiu a evolução das exportações e do investimento

O ritmo de crescimento mais moderado da atividade económica no primeiro semestre de 2018 refletiu a desaceleração das exportações e da FBCF (Quadro I.6.1 e gráfico I.6.2). Em sentido contrário, o consumo privado acelerou ligeiramente. Estas evoluções prolongam os perfis

observados na segunda metade de 2017. Na área do euro, também se registou uma desaceleração das exportações, enquanto se observou uma manutenção do crescimento da procura interna, com um maior dinamismo da FBCF (Capítulo 2).

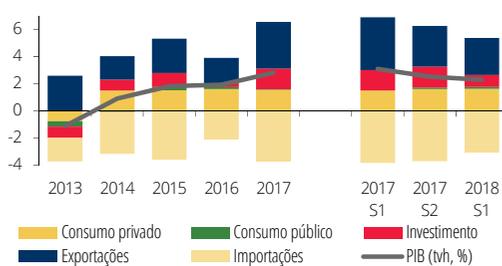
Gráfico I.6.1 • Evolução do PIB e do PIB *per capita* em Portugal e na área do euro | Índice 2008 T1=100



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

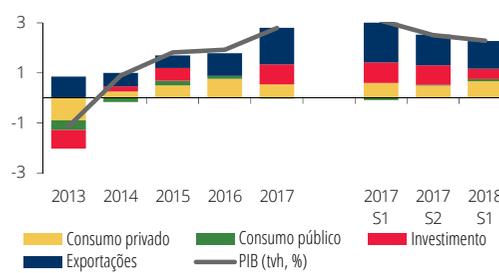
Considerando os contributos para a taxa de variação homóloga do PIB, líquidos de conteúdos importados, as exportações tiveram um contributo de 1,1 pp no primeiro semestre de 2018, que compara com 1,2 pp no segundo semestre de 2017 (Gráfico I.6.3). O contributo do investimento reduziu-se de 0,8 pp para 0,4 pp no mesmo período, enquanto o contributo do consumo privado aumentou para 0,7 pp, após 0,5 pp no segundo semestre de 2017.

Gráfico I.6.2 • Contributos brutos para a taxa de variação homóloga do PIB | Em percentagem e pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

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



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: 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 2013. Para mais informações, ver a caixa "O conteúdo importado da procura global em Portugal", *Boletim Económico* de dezembro de 2017, 29-33.

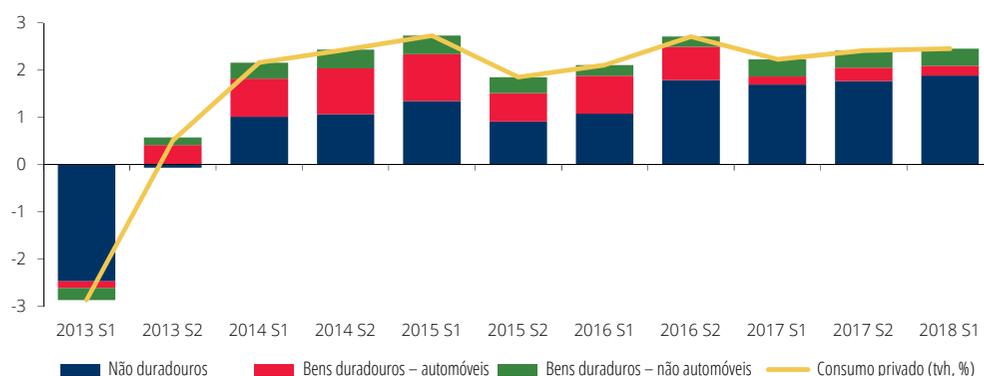
⋮ Ligeira aceleração do consumo privado refletiu o aumento do contributo da componente não duradoura

No primeiro semestre de 2018, o consumo privado cresceu 2,5%, situando-se 0,1 pp acima do observado na segunda metade de 2017. Esta evolução foi sustentada em níveis historicamente elevados da

confiança dos consumidores e num crescimento robusto do rendimento disponível real das famílias, associada ao aumento do emprego e à aceleração dos salários. A evolução do consumo está ainda relacionada com as condições de financiamento das famílias, que se mantiveram favoráveis, nomeadamente no crédito ao consumo, contribuindo para o dinamismo da concessão de crédito com esta finalidade (Capítulo 3). A taxa de poupança voltou a diminuir, mantendo-se em níveis historicamente baixos.

A ligeira aceleração do consumo privado resultou da evolução do consumo corrente (variação de 2,0% no segundo semestre de 2017 e de 2,1% no primeiro semestre de 2018), enquanto o consumo de bens duradouros desacelerou, especificamente a componente automóvel (Gráfico I.6.4). No entanto, o consumo de bens duradouros manteve um crescimento ainda elevado (5,8% no primeiro semestre de 2018).

Gráfico I.6.4 • Contributos para a variação do consumo privado | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

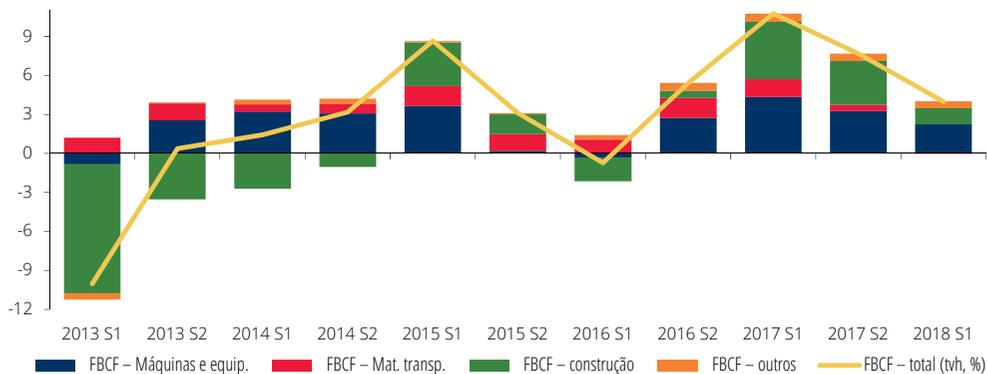
Abrandamento da FBCF foi extensível à generalidade das componentes

O crescimento da FBCF reduziu-se de 7,7% no segundo semestre de 2017 para 4,0% no primeiro semestre de 2018.

A construção foi a componente que mais contribuiu para a desaceleração da FBCF total (Gráfico I.6.5). O crescimento deste segmento na primeira metade de 2018 situou-se em 2,7%, após 7,3% na segunda metade de 2017, num quadro de melhoria da confiança no setor (Gráfico I.6.6). O investimento residencial abrandou neste período, refletindo parcialmente as condições meteorológicas adversas no primeiro trimestre do ano. A desaceleração da FBCF em construção estará influenciada também pelo efeito base do forte aumento das obras públicas em 2017 (Gráfico I.6.7).

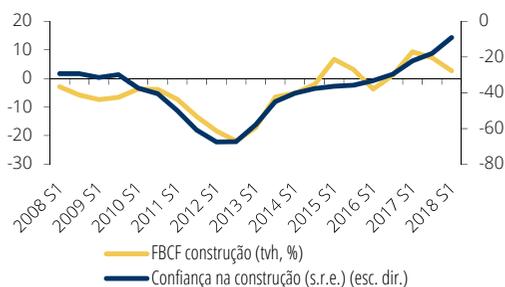
A FBCF em máquinas e equipamentos continuou a crescer a um ritmo forte na primeira metade do ano (8,2%), ainda que inferior ao da segunda metade de 2017 (12,3%). Esta componente da FBCF tem vindo a apresentar uma recuperação acentuada, sendo a única que já superou o nível registado no primeiro trimestre de 2008 (Gráfico I.6.8). O dinamismo deste tipo de investimento continuou a refletir as perspetivas favoráveis quanto à evolução da procura global, o nível de utilização da capacidade produtiva e a necessidade de repor o *stock* de capital, a par da manutenção de condições de financiamento favoráveis (Capítulo 3).

Gráfico I.6.5 • Contributos para a variação da FBCF | Taxa de variação homóloga, em percentagem e contributos, em pontos percentuais



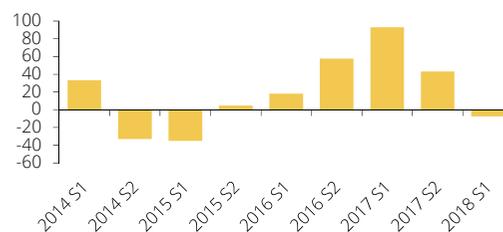
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.6.6 • FBCF em construção e confiança | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e saldos de respostas extremas



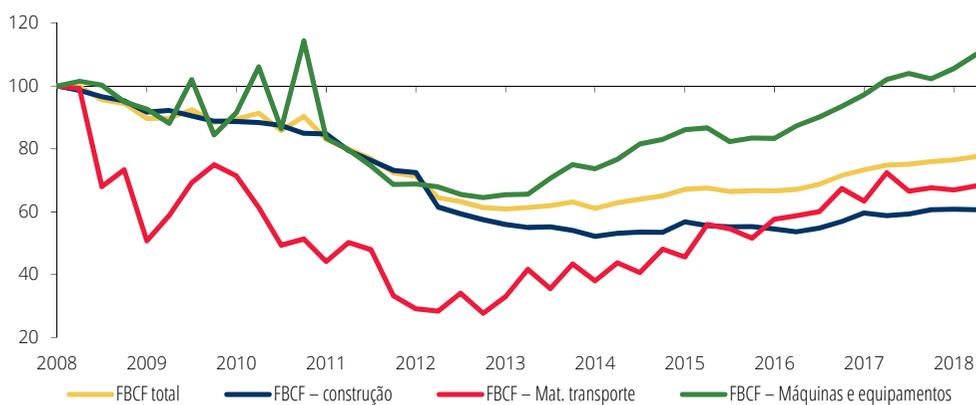
Fontes: Comissão Europeia, INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.6.7 • Valor dos concursos de obras públicas | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: AECOPS.

Gráfico I.6.8 • Evolução da FBCF por tipo de investimento | Índice 2008 T1=100



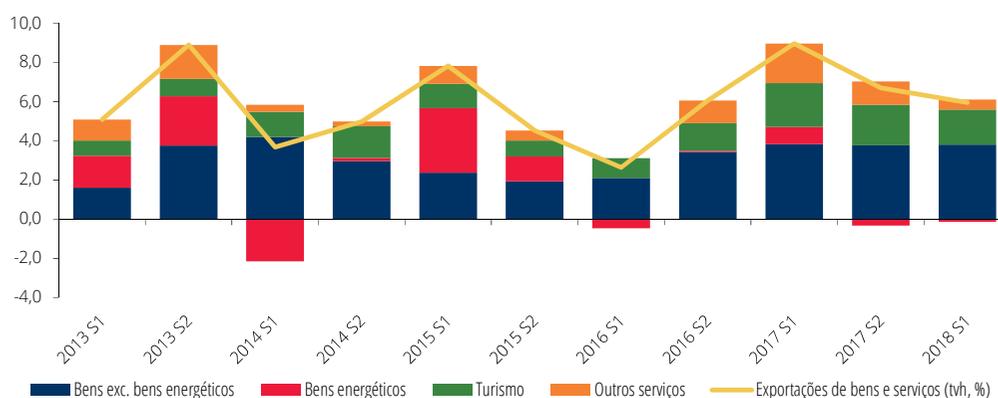
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

A FBCF em material de transporte desacelerou de 5,3% no segundo semestre de 2017 para -0,4% no primeiro semestre de 2018. Este resultado está largamente influenciado por um efeito base resultante de um valor muito elevado associado à aquisição de aviões no segundo trimestre de 2017.

... Crescimento das exportações sustentado no dinamismo das vendas ao exterior de automóveis e do turismo

No primeiro semestre de 2018, as exportações reais de bens e serviços cresceram 6,0%, em termos homólogos, após um aumento de 6,7% no segundo semestre de 2017. Este menor crescimento resulta da conjugação de uma ligeira aceleração do crescimento das exportações de bens com uma desaceleração das exportações de serviços, extensível ao turismo e aos outros serviços (Gráfico I.6.9).

Gráfico I.6.9 • Contributos para a variação real das exportações de bens e serviços | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



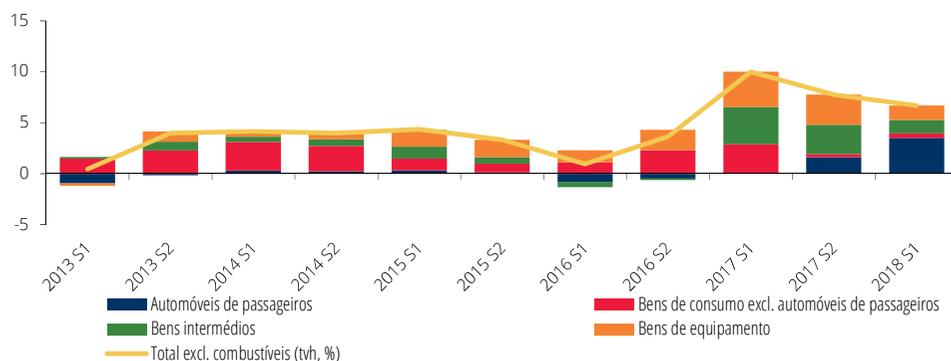
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

As exportações reais de bens registaram um crescimento homólogo de 5,4% no primeiro semestre de 2018, o que compara com 5,0% no segundo semestre de 2017. As exportações reais de bens energéticos voltaram a cair no primeiro semestre, o que refletiu a redução da produção em unidades industriais do setor energético.

De acordo com a informação em termos nominais do comércio internacional, no primeiro semestre de 2018 observou-se uma desaceleração das exportações de bens excluindo combustíveis, extensível a todos os tipos de bens, com exceção dos automóveis de passageiros (Gráfico I.6.10). As exportações de automóveis de passageiros aceleraram fortemente, de 47,4% para 93,0% entre a segunda metade de 2017 e a primeira metade de 2018, refletindo o impacto do investimento no aumento da capacidade exportadora de uma importante unidade industrial do setor em 2017. Por destinos geográficos, as exportações nominais de bens excluindo combustíveis reduziram-se para os mercados extra-UE, sendo de destacar o contributo negativo das vendas para Angola. A apreciação do euro neste período também terá contribuído para este resultado. Pelo contrário, o mercado intra-UE aumentou o seu contributo, apesar de uma ligeira redução do contributo da Espanha, o principal parceiro comercial de Portugal (Gráfico I.6.11).

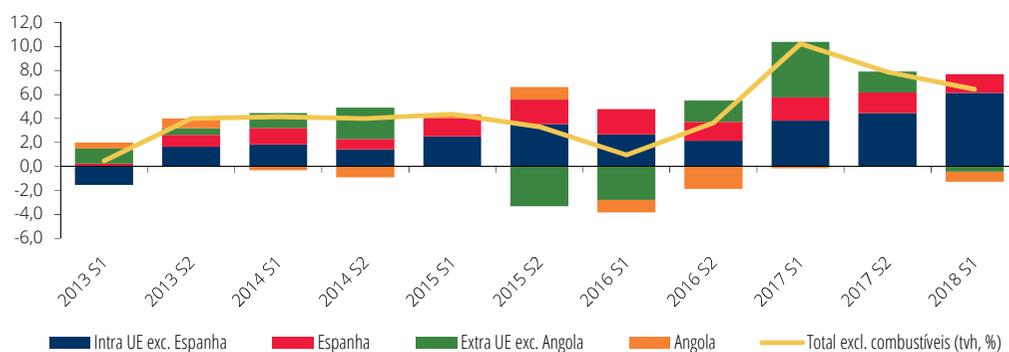
No que se refere às exportações reais de serviços, a componente de turismo manteve um crescimento significativo, com uma variação homóloga de 12,0%, embora em desaceleração face ao aumento de 14,7% no segundo semestre de 2017. No mesmo período, as exportações de outros serviços passaram de um crescimento de 6,9% para 2,9%.

Gráfico I.6.10 • Contributos dos principais tipos de bens para a variação nominal das exportações de bens excluindo combustíveis | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.6.11 • Contributos dos principais mercados para a variação nominal das exportações de bens excluindo combustíveis | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

De acordo com os dados nominais de balança de pagamentos, o crescimento das exportações de turismo de Portugal continuou a apresentar um dinamismo superior ao da maioria dos países do mediterrâneo em 2017 (Gráfico I.6.12).

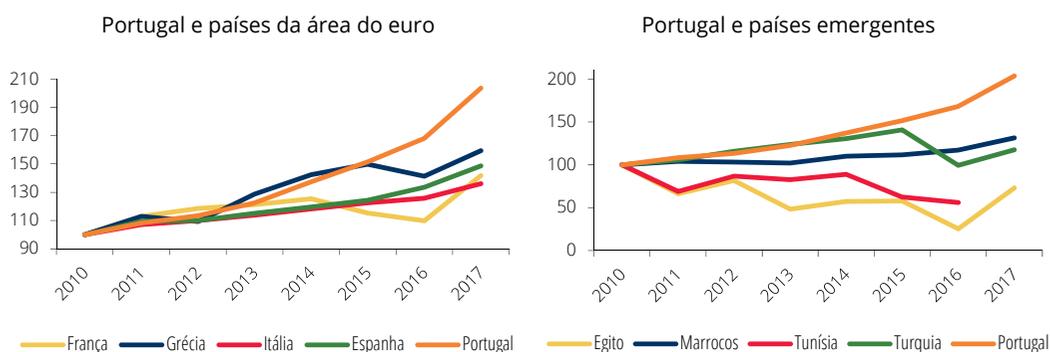
A evolução das exportações portuguesas na primeira metade de 2018 encontra-se em linha com a desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa. Os exportadores portugueses de bens e serviços continuaram a ganhar quota nos mercados externos, mas o ganho foi inferior ao verificado no ano de 2017 (Gráfico I.6.13). Em termos nominais, o ganho de quota no primeiro semestre de 2018 reflete, em larga medida, ganhos no turismo e, ao nível do comércio de bens intra-UE, das exportações de automóveis.⁵⁵

As importações acompanharam a evolução da procura interna e das exportações, desacelerando de um crescimento de 7,9% no segundo semestre de 2017 para 6,4% no primeiro semestre de 2018

55. Para o detalhe da metodologia subjacente a estes cálculos da quota de mercado, ver caixa 9 – “Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas de bens excluindo combustíveis na União Europeia”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, outubro de 2017.

(Gráfico I.6.14). Esta evolução foi extensível às componentes de bens e serviços, mas mais acentuada no segundo caso.

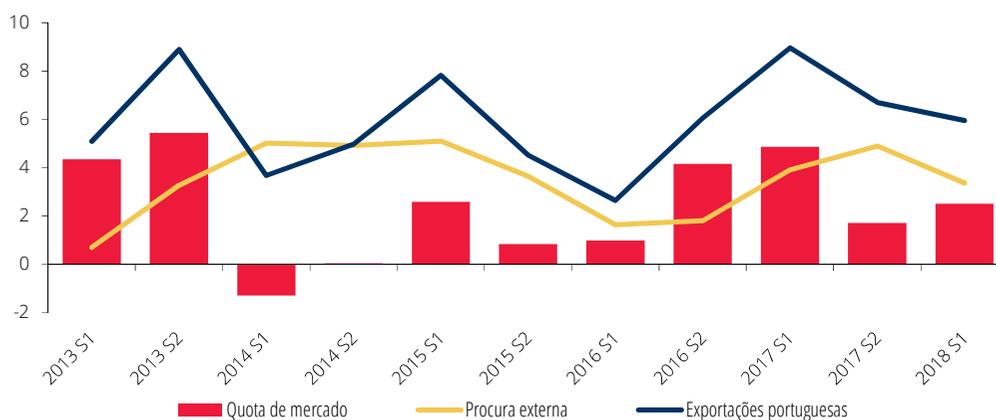
Gráfico I.6.12 • Comparação da evolução das exportações nominais de turismo nos países do mediterrâneo | Índice 2010=100



Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal.

Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal. Nota: Para a Tunísia não existem dados relativos a 2017.

Gráfico I.6.13 • Exportações de bens e serviços, procura externa e quota de mercado | Taxa de variação homóloga, em percentagem

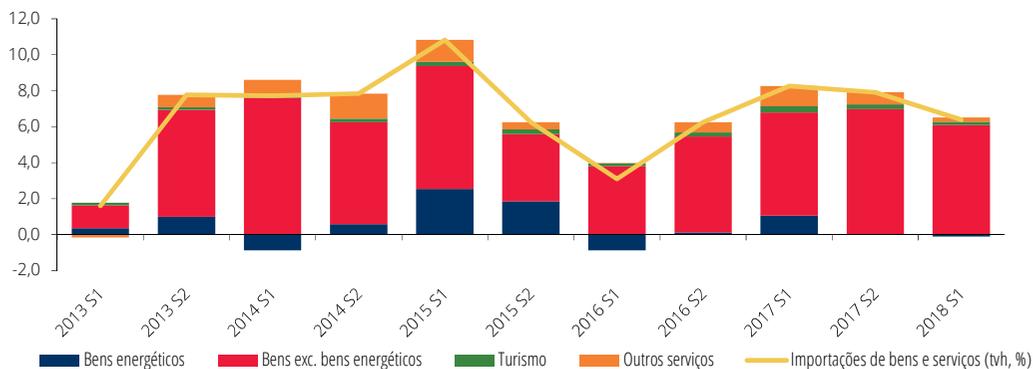


Fontes: Banco Central Europeu, INE e cálculos do Banco de Portugal.

Relativamente às importações de bens, e de acordo com os dados nominais do comércio internacional, a manutenção de um crescimento robusto das importações no primeiro semestre refletiu o dinamismo elevado das importações de bens de equipamento (crescimento de 9,9% no primeiro semestre de 2018) e de bens intermédios (taxa de variação homóloga de 7,2% para o mesmo período), apresentando as importações de bens de consumo um crescimento inferior ao do total (5,1%) (Gráfico I.6.15). O aumento das importações de bens de equipamento estará relacionado com o dinamismo registado na FBCF em máquinas e equipamentos.

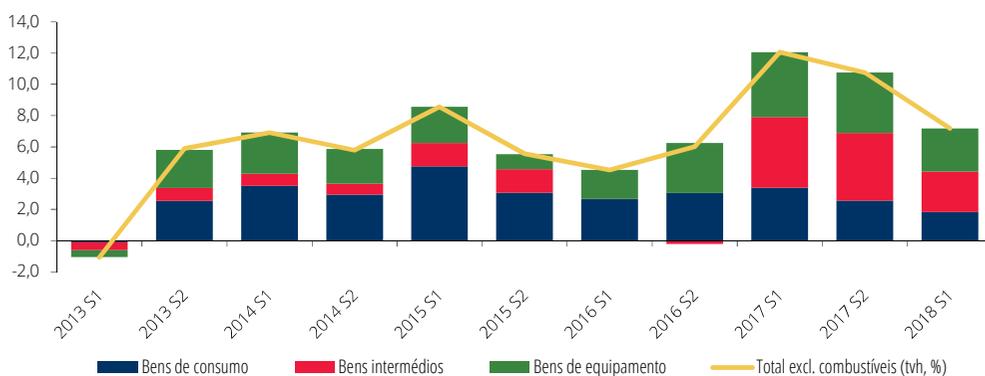
O crescimento das importações continuou a superar o da procura global ponderada por conteúdos importados, tal como observado desde 2013, resultando num novo aumento da penetração das importações, embora de magnitude inferior ao observado no semestre anterior (Gráfico I.6.16). Esta evolução é habitual em fases de recuperação do ciclo, refletindo uma elevada elasticidade histórica de curto prazo das importações face à procura global ponderada.

Gráfico I.6.14 • Contributos para a variação real das importações de bens e serviços | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



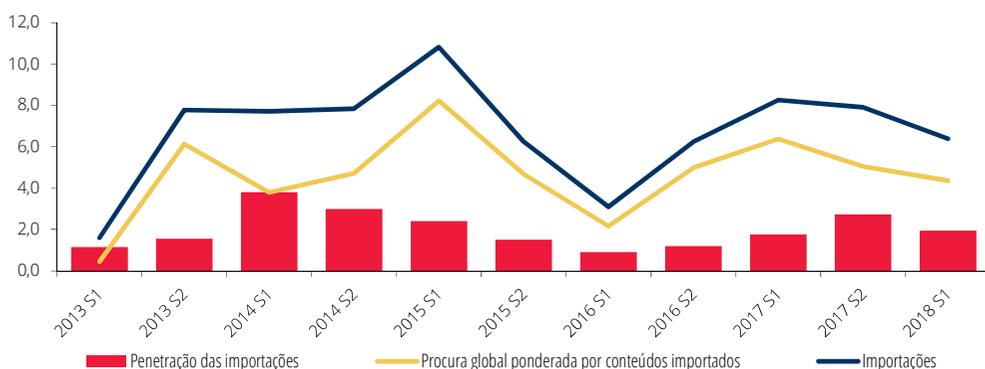
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.6.15 • Contributos dos principais tipos de bens para variação nominal das importações de bens excluindo combustíveis | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico I.6.16 • Importações de bens e serviços, procura global ponderada e penetração das importações | Taxa de variação homóloga, em percentagem



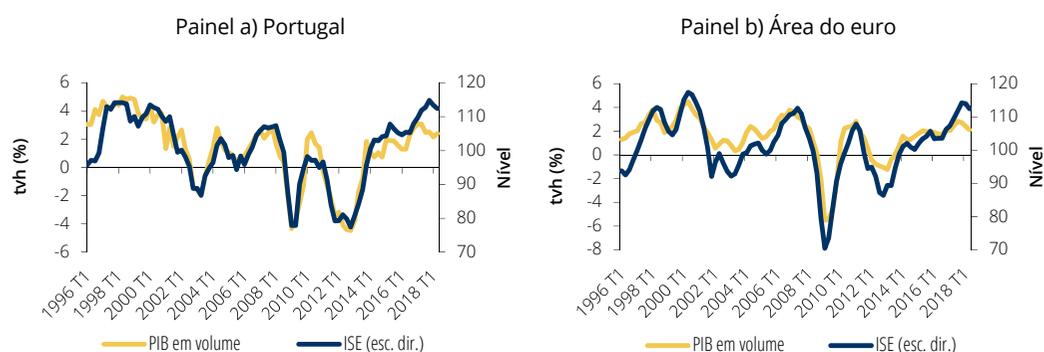
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Caixa 8 • Indicadores de evolução cíclica da economia portuguesa

A avaliação da evolução do ciclo económico em tempo real é um elemento importante para aferir as perspetivas de crescimento e inflação. Neste contexto, ganha relevância o desenvolvimento de instrumentos para visualizar e analisar a evolução cíclica das economias.

Esta caixa apresenta uma ferramenta de visualização e análise da evolução cíclica da economia portuguesa usando uma metodologia proposta por Gayer (2010)⁵⁶ e utilizada pela Comissão Europeia (CE). Os indicadores de evolução cíclica apresentados têm por base a informação dos inquéritos de opinião da CE, que permitem uma descrição a nível agregado e setorial (incluindo a indústria transformadora, os serviços, o comércio a retalho e a construção, para além dos consumidores). Em particular, recorre-se ao indicador de sentimento económico (ISE) que sumaria diversos desenvolvimentos setoriais e permite acompanhar a atividade económica (Gráfico C8.1).

Gráfico C8.1 • PIB e Indicador de Sentimento Económico | Taxa de variação homóloga em percentagem e nível



Fontes: Comissão Europeia e INE. | Nota: a última observação corresponde a 2018 T2.

A informação dos inquéritos divulgados mensalmente pela CE apresenta propriedades desejáveis para a análise do ciclo económico. O painel a) para Portugal e o painel b) para a área do euro no gráfico C8.1 mostram uma correlação na ordem de 90% entre o ISE e a taxa de crescimento do PIB em volume para o período considerado. Assim, estes indicadores constituem uma representação credível do estado atual da economia e sinalizam eventuais pontos de viragem ao longo do ciclo económico. Note-se, no entanto, que no período mais recente a relação estatística entre o ISE e o PIB tem vindo a enfraquecer. Uma vantagem adicional desta informação reside na sua rápida disponibilidade, uma vez que os resultados dos inquéritos são publicados ainda antes do fim do período de referência. Dado o caráter prospetivo de algumas questões, estes indicadores fornecem informação atempada sobre a evolução da economia. Finalmente, como estas séries não estão sujeitas a revisões, a sua fiabilidade em tempo real também é garantida.

A metodologia usada consiste na representação gráfica do nível de um indicador alisado na sua variação mensal. O alisamento visa a eliminação das flutuações de muito curto prazo e, para tal, recorre-se a um filtro de Hodrick-Prescott (HP)⁵⁷, sendo as séries posteriormente padronizadas de forma a terem média nula e desvio-padrão unitário. Os níveis padronizados dos indicadores são representados no eixo vertical e as suas variações mensais no eixo horizontal, o que resulta numa evolução temporal dos indicadores em movimentos circulares no sentido contrário ao dos

56. Ver Gayer, C. (2010) *Report: The Economic Climate Tracer – A tool to visualise the cyclical stance of the economy using survey data*, disponível online em <http://www.oecd.org/sdd/leading-indicators/39578745.pdf>.

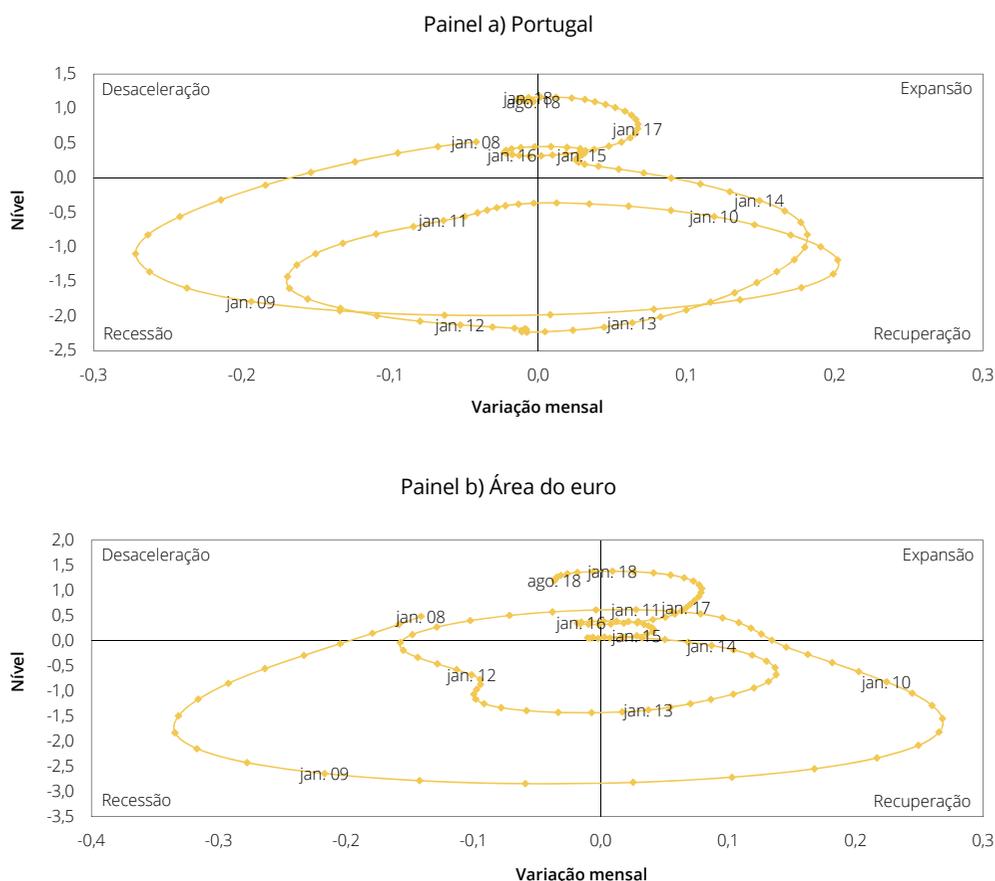
57. O alisamento é efetuado com um parâmetro (lambda) igual a 69, o que corresponde à eliminação das flutuações relativas a um período inferior a 18 meses.

ponteiros de um relógio pelos quatro quadrantes do gráfico.⁵⁸ Estes quatro quadrantes permitem a associação da evolução temporal dos indicadores às várias fases do ciclo económico:

- 1.º quadrante (expansão): quando o nível do indicador se situa acima da média e está a aumentar;
- 2.º quadrante (desaceleração): quando o nível do indicador se situa acima da média mas está a diminuir;
- 3.º quadrante (recessão): quando o nível do indicador se situa abaixo da média e está a diminuir;
- 4.º quadrante (recuperação): quando nível do indicador está abaixo da média mas a aumentar.

O gráfico C8.2 ilustra os movimentos cíclicos para Portugal e para a área do euro, tendo por base o ISE, e resume a evolução dos diversos setores de atividade e dos consumidores. Para facilitar a visualização ao longo do tempo, apenas se encontra ilustrada a evolução para o período de janeiro de 2008 a agosto de 2018.⁵⁹ A análise mostra imediatamente quanto o nível do indicador se situa acima ou abaixo da sua média de longo prazo (eixo vertical) e em que medida os desenvolvimentos de curto prazo apontam para um aumento ou uma diminuição (eixo horizontal).

Gráfico C8.2 • Indicadores de evolução cíclica em Portugal e na área do euro | ISE, jan. 08 a ago. 18



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal.

58. A razão pela qual se opta por representar os níveis no eixo vertical e as variações mensais no eixo horizontal prende-se com o facto de, desta forma, os movimentos ao longo do eixo vertical corresponderem à evolução temporal do indicador. Por outro lado, os pontos mais altos/mais baixos do ciclo económico podem ser identificados no centro superior/inferior do diagrama, respetivamente.

59. Refira-se que, para efeitos de alisamento dos indicadores com recurso ao filtro HP, considerou-se o período amostral com início em janeiro de 1998, período a partir do qual todos os indicadores setoriais e questões subjacentes se encontram disponíveis.

No painel a) descreve-se a evolução cíclica para Portugal e observa-se que, no período considerado, o indicador percorreu os quatro quadrantes de forma quase contínua. No início de 2008, o indicador posicionava-se no quadrante de desaceleração, tendo-se movido para o quadrante de recessão ao longo de 2009, altura em que a economia portuguesa sofreu uma forte contração na atividade. No período 2010-2013, o indicador alternou o seu movimento cíclico entre o terceiro e quarto quadrantes (recuperação, recessão, recuperação), refletindo a recuperação incipiente da recessão induzida pela crise financeira internacional, interrompida por novo episódio recessivo no contexto da crise das dívidas soberanas na área do euro e posterior recuperação. Em 2014 o indicador moveu-se para o quadrante de expansão. O indicador tem-se mantido neste quadrante desde então, com exceção de uma passagem curta pelo quadrante de desaceleração entre 2015 e 2016. Refira-se, porém, que desde o início de 2018, o indicador tem-se posicionado no quadrante de desaceleração.

O painel b) ilustra a evolução cíclica do ISE para a área do euro. A evolução é globalmente em linha com a descrita para Portugal, com exceção do período 2010-11.

Focando a atenção na economia portuguesa, o gráfico C8.3 mostra a evolução cíclica a nível setorial e revela que, ao longo de 2018, o indicador de confiança dos consumidores – painel a) – e todos os indicadores setoriais à exceção da confiança na construção – painéis b) a d) – iniciaram o seu movimento no sentido do quadrante de desaceleração. Observa-se igualmente que o indicador de confiança na construção – painel e) – ainda se encontra no quadrante de expansão, o que sugere um dinamismo continuado do setor após um longo período de ajustamento estrutural.

Como teste de robustez, foi compilado um ISE alternativo com base em modelos de fatores⁶⁰ usando todas as questões divulgadas no inquérito, incluídas na compilação dos indicadores de confiança setoriais ou não. No gráfico C8.4 encontra-se ilustrada a evolução cíclica deste indicador alternativo.⁶¹ A evolução ilustrada está alinhada com a evolução cíclica do ISE não baseada em modelos de fatores atrás descrita.

Globalmente, os movimentos cíclicos dos indicadores apresentados para o período mais recente confirmam a desaceleração da economia portuguesa no primeiro semestre de 2018. Na área do euro, as indicações são semelhantes. Porém, esta desaceleração é ligeira e os indicadores sugerem que o ritmo de crescimento se mantém robusto e acima da média de longo prazo.

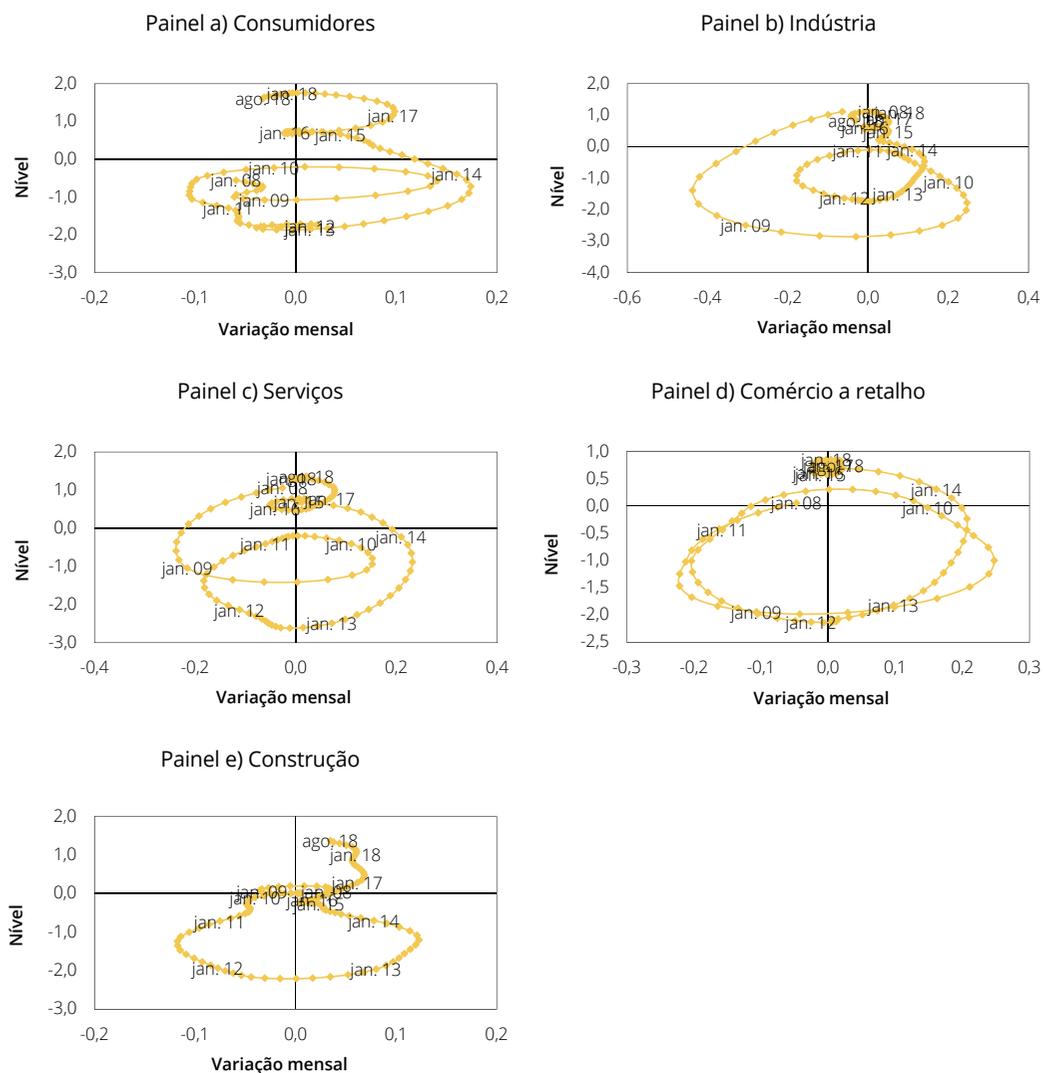
Finalmente, ressalve-se que a relação estatística entre o ISE e o PIB se tem vindo a deteriorar no período recente, no caso de Portugal a partir de 2014 e na área do euro desde 2017, pelo que interpretação dos indicadores como medida de acompanhamento da atividade e evolução cíclica deve ser feita com particular cuidado. Saliente-se ainda que as ferramentas aqui apresentadas nem sempre resultam num movimento contínuo dos indicadores pelos quatro quadrantes, não permitindo, portanto, inferir sobre a datação do ciclo económico para Portugal ou para a área do euro.⁶²

60. Para uma discussão desta classe de modelos veja-se, por exemplo, Stock, J. H. e M. Watson (1998) "Diffusion Indexes", *Working Paper no. 6702*, National Bureau of Economic Research.

61. Note-se que os resultados obtidos com recurso a modelos de fatores para os indicadores compilados a partir dos cinco indicadores setoriais ou com base nas questões apenas incluídas nestes são qualitativamente idênticos.

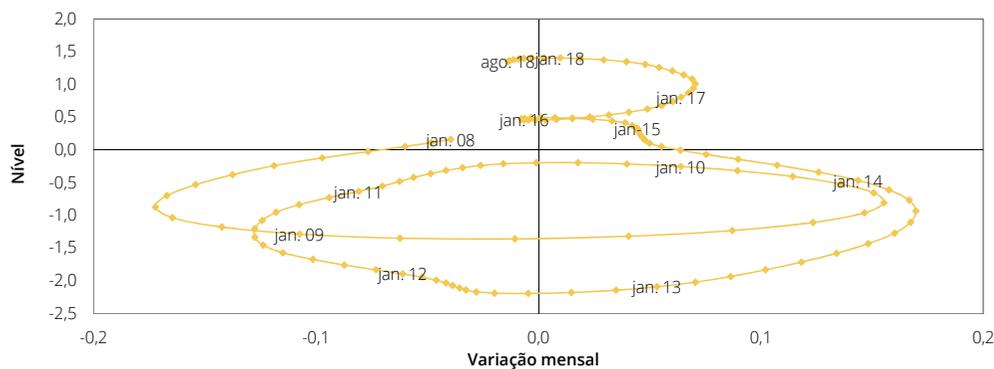
62. A este respeito, ver Rua, A. (2017) "Datação dos ciclos económicos em Portugal", *Revista de Estudos Económicos*, vol. 3, no. 1, 47-63, Banco de Portugal, para Portugal e consultar o sítio <https://cepr.org/content/euro-area-business-cycle-dating-committee> para a área do euro.

Gráfico C8.3 • Indicadores de evolução cíclica em Portugal | jan. 08 a ago. 18



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico C8.4 • Indicador de evolução cíclica em Portugal baseado num modelo de fatores | ISE, jan. 08 a ago. 18



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal.

7 Preços

Desaceleração dos preços no consumidor no primeiro semestre de 2018

No primeiro semestre, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se em 1,1% (Quadro I.7.1). Este valor representa uma diminuição de 0,5 pp face ao ano anterior e de 0,4 pp face ao semestre anterior. Excluindo bens energéticos e alimentares não transformados, a inflação também se reduziu, situando-se em 0,9% no primeiro semestre de 2018 (que compara com 1,3% em 2017 e 1,5% no semestre anterior). A desaceleração dos preços no conjunto do primeiro semestre foi relativamente generalizada – a exceção foram os bens energéticos – mas esteve associada sobretudo ao comportamento dos preços dos serviços.

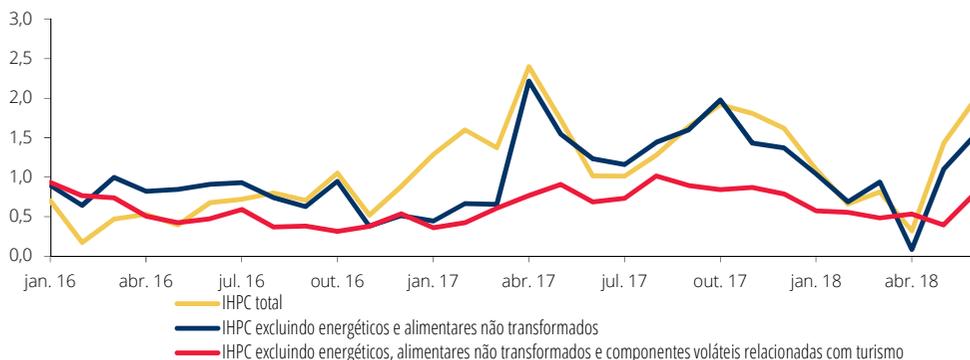
Quadro I.7.1 • IHPC – Principais agregados | Taxa de variação, em percentagem

	Pesos 2017	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga		
		2015	2016	2017	17 S1	17 S2	18 S1
Total	100,0	0,5	0,6	1,6	1,6	1,5	1,1
Total excluindo energéticos	92,0	0,8	0,9	1,4	1,3	1,4	0,8
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	82,0	0,7	0,8	1,3	1,1	1,5	0,9
Bens	57,9	-0,1	0,0	0,9	1,1	0,6	0,3
Alimentares	23,1	1,5	0,8	1,7	2,0	1,5	1,0
Não transformados	10,0	1,9	1,6	1,8	2,8	0,8	0,3
Transformados	13,1	1,2	0,3	1,6	1,3	2,0	1,5
Industriais	34,8	-1,3	-0,7	0,3	0,5	0,1	-0,1
Não energéticos	26,8	-0,7	-0,3	-0,8	-0,7	-0,8	-1,2
Energéticos	8,0	-3,7	-1,8	3,7	4,4	3,0	3,5
Serviços	42,1	1,4	1,5	2,5	2,2	2,8	2,0
<i>Por memória:</i>							
Contributos dos preços sujeitos a regulação (em pp)	-	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Contributos dos impostos (em pp)	-	0,2	-0,1	-0,2	-0,6	0,1	0,0
IPC	-	0,5	0,6	1,4	1,4	1,3	0,9
IHPC – Área do euro	-	0,0	0,2	1,5	1,6	1,4	1,5

Fontes: Eurostat e INE.

Numa perspetiva mensal, a taxa de variação homóloga do IHPC registou uma elevada volatilidade na primeira metade de 2018, relacionada por um lado com a evolução dos preços dos bens energéticos e, por outro lado, com um efeito base associado à componente de serviços, sobretudo dos relacionados com o alojamento e transportes aéreos de passageiros. Neste período, a taxa de variação homóloga do IHPC atingiu um mínimo de 0,3% em abril e um máximo de 2% em junho. No entanto, excluindo o preço dos energéticos, dos alimentares não transformados e das componentes voláteis relacionadas com o turismo, o IHPC apresentou variações relativamente estáveis, num intervalo entre 0,4% e 0,8% (Gráfico I.7.1).

Gráfico I.7.1 • IHPC em Portugal | Taxa de variação homóloga, em percentagem



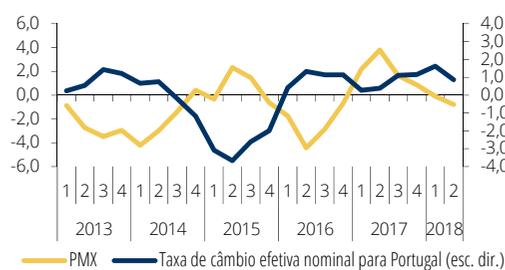
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: As componentes voláteis relacionadas com o turismo incluem as rubricas de serviços de alojamento (peso de 8,5% no agregado de serviços e de 3,6% no IHPC total), transportes aéreos de passageiros (1,6% vs. 0,7%) e férias organizadas (1% vs. 0,4%).

Menores pressões inflacionistas externas

O contributo das pressões inflacionistas externas reduziu-se na primeira metade do ano. O deflator das importações de bens excluindo energéticos diminuiu no período – após ter aumentado em 2017 – em parte refletindo a apreciação do euro (Gráfico I.7.2). Esta evolução terá influenciado, em particular, os preços no consumidor dos bens industriais não energéticos, dada a sua maior componente importada. Os preços deste agregado registaram uma redução mais acentuada na primeira metade do ano, comparativamente à observada no segundo semestre de 2017 (-1,2% e -0,8%, respetivamente).

Em contraste, o preço do petróleo em euros, após uma ligeira desaceleração no primeiro trimestre de 2018, acelerou significativamente ao longo do segundo trimestre (Gráfico I.7.3). Esta evolução refletiu-se numa moderação do crescimento dos preços no consumidor dos bens energéticos até março e numa aceleração posterior. Em termos semestrais, os preços deste agregado aumentaram 3,5%, em termos homólogos, o que compara com um aumento de 3% na segunda metade de 2017.

Gráfico I.7.2 • Preços de importação de bens não energéticos e taxa de câmbio efetiva nominal para Portugal | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: i) PMX – preços de importação de bens não energéticos; ii) variações positivas da taxa de câmbio correspondem a uma apreciação do euro.

Gráfico I.7.3 • Preço do petróleo em euros | Taxa de variação homóloga, em percentagem



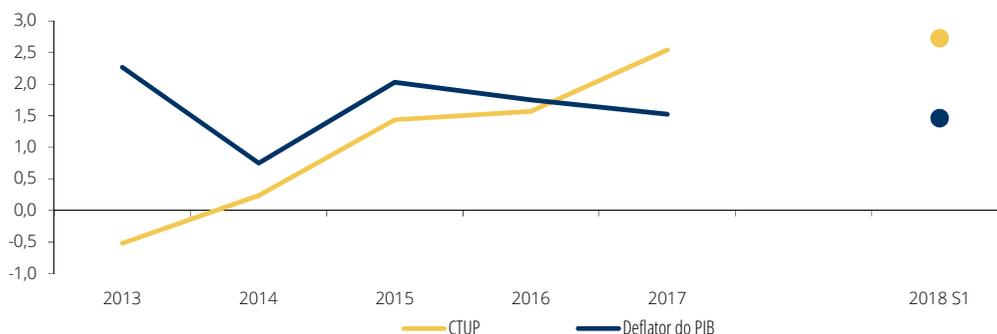
Fontes: Bloomberg e BCE.

Aumento das pressões inflacionistas internas via salários

No primeiro semestre de 2018 observaram-se sinais de um aumento das pressões inflacionistas internas, com os indicadores de salários a apontar para uma aceleração na primeira metade do

ano (Capítulo 5). Dado que a evolução da produtividade por trabalhador se manteve fraca, os custos unitários de trabalho também aceleraram no primeiro semestre do ano (Gráfico I.7.4). Por outro lado, a variação do deflator do PIB manteve-se inalterada neste período face ao observado em 2017, situando-se em 1,5%.

Gráfico I.7.4 • Custos do trabalho por unidade produzida e deflator do PIB | Taxa de variação anual, em percentagem

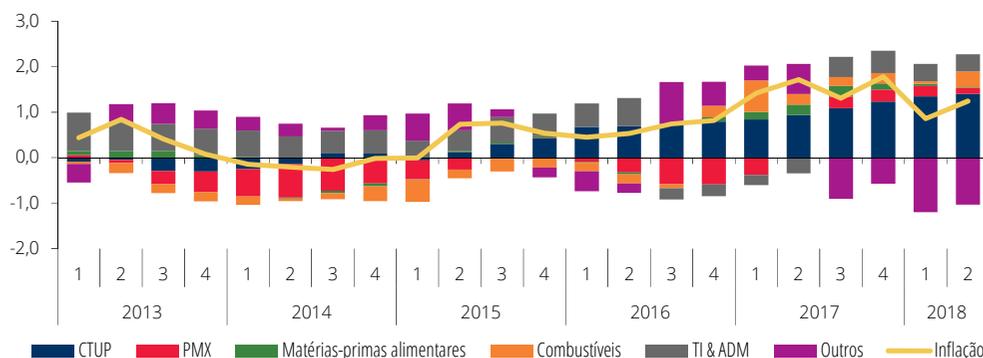


Fontes: INE, Eurostat e Banco de Portugal. | Notas: i) CTUP – custos do trabalho por unidade produzida no setor privado; ii) para 2018 S1 considera-se a variação homóloga.

∴ Decomposição da inflação com base no modelo MIMO

O gráfico I.7.5 decompõe a taxa de inflação homóloga no contributo dos principais determinantes do IHPC com base no modelo de análise e projeção de inflação do Banco de Portugal, denominado MIMO.⁶³ A análise sugere que desde 2015 os custos salariais têm exercido uma pressão positiva e crescente sobre os preços. As pressões associadas aos preços de importação de bens não energéticos reduziram-se ao longo do primeiro semestre de 2018. Ressalve-se, porém, que a rubrica “Outros” – que engloba fatores não identificados que podem influenciar a evolução da inflação – apresenta um contributo negativo significativo desde o segundo semestre de 2017 que se acentuou na primeira metade do ano. Esta rubrica poderá estar a captar, para além do contributo dos fatores de volatilidade idiossincráticos associados aos preços dos serviços de turismo, o impacto de uma eventual compressão de margens de lucro das empresas.

Gráfico I.7.5 • Desagregação da taxa de inflação com base no modelo MIMO | Contributos, em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal. | Notas: CTUP – custos do trabalho por unidade produzida; PMX – preços de importação de bens não energéticos; TI – tributação indireta; ADM – preços administrados. A tributação indireta referente aos combustíveis está incluída na rubrica TI & ADM.

63. MIMO refere-se a *Monthly Inflation Model*. Para mais detalhes veja-se “MIMO – Um modelo mensal para a inflação”, *Boletim Económico* de Inverno de 2007 do Banco de Portugal.

Expetativas de inflação para Portugal mantêm-se contidas

As expetativas de inflação podem afetar o comportamento da inflação através do seu impacto sobre a fixação de preços e salários. As previsões mais recentes da Consensus Economics para a inflação apontam para uma inflação média de 1,3% em Portugal em 2018, abaixo do valor de 1,5% previsto para a área do euro.

Esta expetativa de subida moderada dos preços é igualmente corroborada por outros indicadores de natureza qualitativa, como a questão incluída nos inquéritos de opinião da Comissão Europeia aos consumidores sobre a tendência dos preços nos próximos 12 meses, que estabilizou no segundo trimestre de 2018, após ter evidenciado um aumento desde a segunda metade de 2017 (Gráfico I.7.6).

Gráfico I.7.6 • Tendência dos preços nos últimos/próximos 12 meses | Saldo de respostas extremas



Fonte: Comissão Europeia.

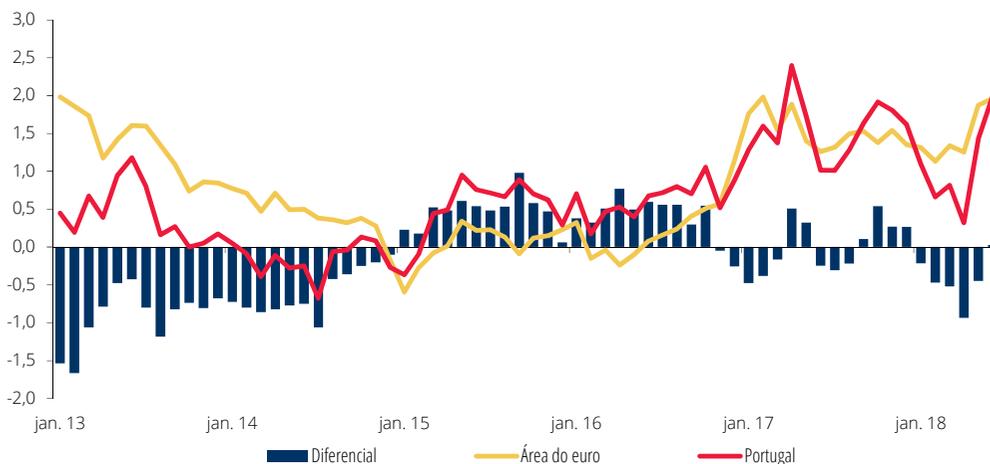
Diferencial entre a taxa de inflação de Portugal e da área do euro torna-se negativo, após ser virtualmente nulo em 2017

A taxa de inflação em Portugal foi inferior à registada na área do euro – onde também se observou alguma volatilidade na primeira metade do ano (Capítulo 2), traduzindo-se num diferencial negativo (-0,4 pp), o que contrasta com o diferencial virtualmente nulo observado em 2017. O diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro foi negativo todos os meses do semestre, à exceção do mês de junho, onde se tornou nulo (Gráfico I.7.7).

No que se refere aos principais agregados do IHPC, a passagem de um diferencial nulo em 2017 para um diferencial negativo na primeira metade de 2018 refletiu, em larga medida, um contributo menos positivo dos serviços e um contributo mais negativo dos bens industriais não energéticos (Gráfico I.7.8).

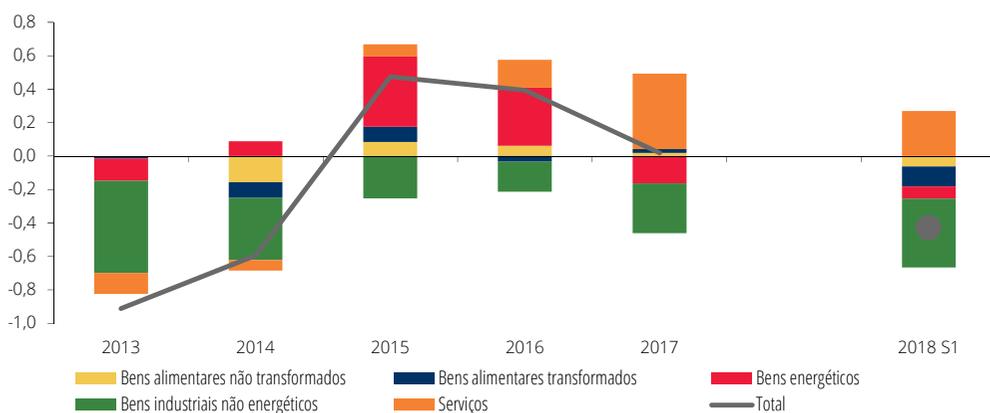
Globalmente, a evolução da inflação em Portugal traduz a existência de expetativas de inflação ancoradas no conjunto da área do euro, que se manifesta numa dispersão muito baixa da inflação nos vários países que a compõem (Capítulo 2).

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



Fontes: Eurostat e INE.

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



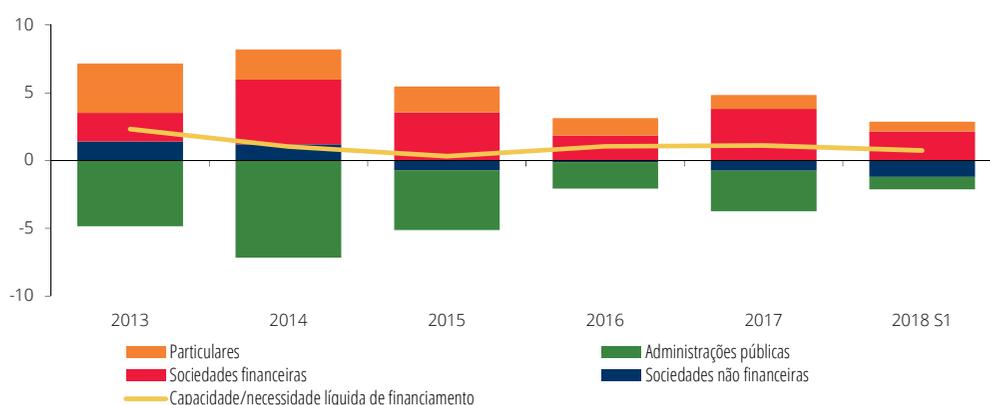
Fontes: Eurostat e INE.

8 Balança de pagamentos

Capacidade de financiamento da economia diminuiu no ano terminado no primeiro semestre de 2018

De acordo com a informação de contas nacionais trimestrais por setor institucional, no ano terminado no primeiro semestre de 2018, a capacidade de financiamento da economia portuguesa foi de 0,7% do PIB, um valor inferior em 0,4 pp ao de 2017 (Gráfico I.8.1). Este resultado refletiu o aumento do investimento e a redução da poupança em rácio do PIB (Gráfico I.8.2 e I.8.3).

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



Fonte: INE. | Nota: os valores para 2018 S1 referem-se ao ano terminado em 2018 T2.

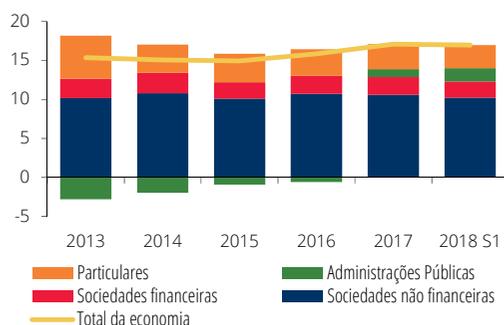
As sociedades não financeiras aumentaram a sua necessidade de financiamento para 1,2% do PIB no ano terminado no primeiro semestre (0,8% do PIB em 2017). Esta evolução esteve associada ao ligeiro crescimento do investimento nominal deste setor em rácio do PIB, enquanto a poupança se reduziu em rácio do PIB.

A redução da capacidade de financiamento dos particulares, de 1% do PIB em 2017 para 0,7% no ano terminado no primeiro semestre de 2018, refletiu a evolução da poupança corrente, que diminuiu de 3,2% para 3% do PIB. O investimento dos particulares manteve-se estável em 3,6% do PIB.

No caso dos setores financeiro e das administrações públicas, a evolução dos respetivos saldos, neste período, foi influenciada por operações pontuais entre estes setores que aumentaram a capacidade de financiamento do setor financeiro e agravaram as necessidades de financiamento das administrações públicas.⁶⁴ Excluindo o efeito destas operações assistiu-se a uma relativa estabilização da capacidade de financiamento do setor financeiro, enquanto as administrações públicas prosseguiram uma trajetória de redução das necessidades de financiamento (Capítulo 4).

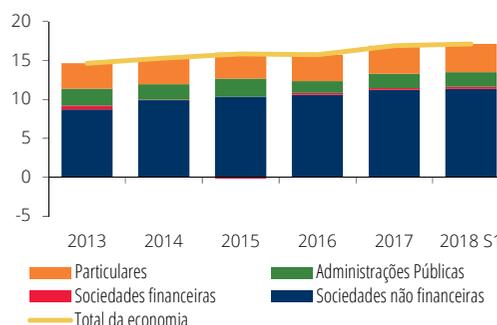
64. Estas operações correspondem à recapitalização da CGD, ocorrida no primeiro trimestre de 2017, e ao aumento de capital no Novo Banco efetuado pelo Fundo de Resolução, no segundo trimestre de 2018.

Gráfico I.8.2 • Peso dos setores institucionais na poupança interna | Em percentagem do PIB



Fonte: INE. | Nota: os valores para 2018 S1 referem-se ao ano terminado em 2018 T2.

Gráfico I.8.3 • Peso dos setores institucionais no investimento | Em percentagem do PIB



Fonte: INE. | Nota: os valores para 2018 S1 referem-se ao ano terminado em 2018 T2.

... Défice da balança corrente e de capital aumenta no primeiro semestre de 2018, refletindo maiores défices da balança de bens e da balança de rendimento primário

No primeiro semestre de 2018, a balança corrente e de capital registou um défice de 1,7% do PIB, superior em 0,8 pp ao défice do período homólogo (Quadro 8.1).⁶⁵ Refira-se que, nos últimos anos, decorrente do efeito de sazonalidade das operações, a balança corrente e de capital tem apresentado um défice no primeiro semestre e excedentes na segunda metade do ano.

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

	2014	2015	2016	2017	2017 S1	2018 S1
Balança corrente e de capital	1,4	1,3	1,6	1,4	-0,9	-1,7
Balança corrente	0,1	0,1	0,6	0,5	-1,6	-2,4
Balança de bens e serviços	1,1	1,7	2,0	1,8	0,6	0,2
Bens	-5,5	-5,3	-5,2	-6,2	-5,8	-6,7
Energéticos	-3,6	-2,4	-1,7	-2,1	-1,4	-1,9
Outros bens	-1,9	-2,9	-3,4	-4,1	-4,4	-4,8
Serviços	6,6	7,0	7,2	8,0	6,4	6,8
dos quais:						
Viagens e turismo	4,1	4,4	4,7	5,6	4,1	4,7
Balança de rendimento primário	-2,0	-2,4	-2,3	-2,5	-3,3	-3,7
Balança de rendimento secundário	0,9	0,9	0,9	1,1	1,0	1,0
do qual:						
Remessas de emigrantes/imigrantes	1,5	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5
Balança de capital	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
Balança financeira	1,6	1,3	1,6	1,6	-1,3	-1,4
Erros e omissões	0,2	0,0	0,0	0,2	-0,4	0,3

Fontes: INE e Banco de Portugal.

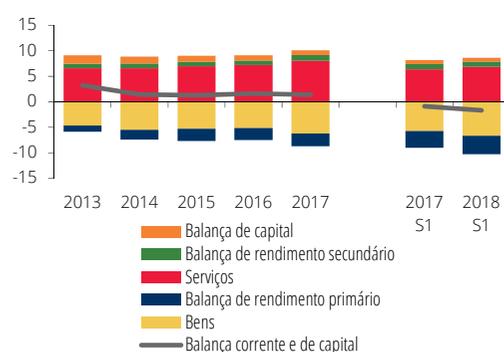
O aumento do défice da balança corrente e de capital decorreu essencialmente da evolução da balança de bens – cujo défice passou de 5,8% do PIB no primeiro semestre de 2017 para 6,7% do PIB no

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

primeiro semestre de 2018 – e da balança de rendimento primário, onde o défice aumentou em 0,4 pp do PIB face ao período homólogo, situando-se em 3,7%. Em sentido contrário, refira-se o aumento do excedente da balança de serviços (em 0,4 pp, para 6,8% do PIB) (Gráfico I.8.4). O saldo da balança de rendimento secundário manteve-se inalterado e o da balança de capital registou uma ligeira diminuição.

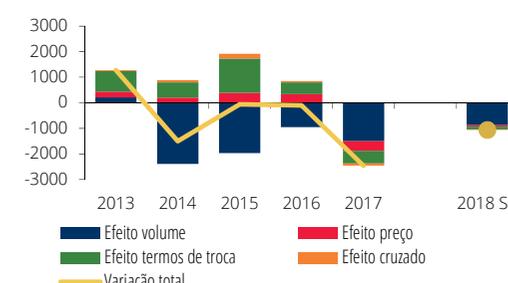
O aumento do défice da balança de bens refletiu essencialmente o crescimento em volume mais forte das importações do que das exportações (Gráfico I.8.5). Ambas as componentes, energética e não energética, contribuíram de forma similar para o aumento do défice da balança de bens (Gráfico I.8.6). No que se refere à componente de bens energéticos, saliente-se o contributo da subida do preço do petróleo a partir do segundo trimestre de 2018 (Capítulo 7) para o aumento do respetivo défice.

Gráfico I.8.4 • Decomposição do saldo da balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



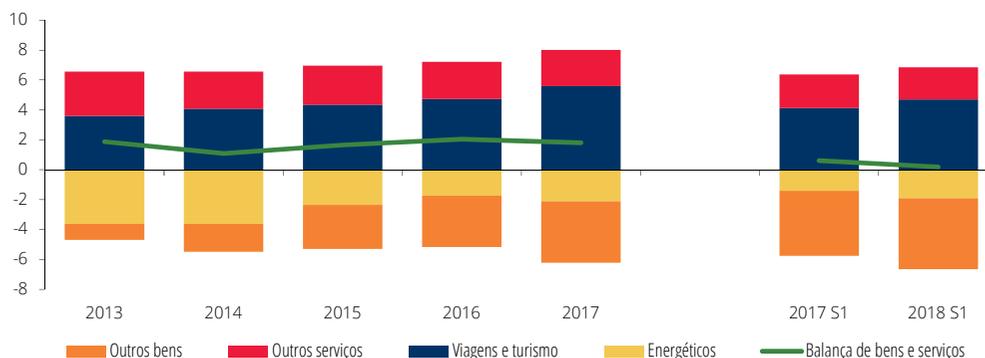
Fonte: INE.

Gráfico I.8.5 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens | Em milhões de euros



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: a variação em 2018 S1 é face ao semestre homólogo.

Gráfico I.8.6 • Decomposição do saldo da balança de bens e serviços | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

A melhoria do saldo da balança de serviços refletiu o contributo positivo da rubrica de viagens e turismo, mantendo-se o excedente da balança de serviços não turísticos em 2,1% do PIB (Gráfico I.8.6). O excedente da balança de viagens e turismo aumentou 0,6 pp, para 4,7% do PIB, em resultado de um dinamismo superior das exportações face às importações (13,9% e 7,4%, respetivamente). As receitas de turismo registaram, ainda assim, um abrandamento na primeira metade do ano, após o crescimento muito forte observado em 2017. Não obstante, a quota das exportações portuguesas de turismo nos mercados internacionais registou um novo aumento no primeiro semestre de 2018 (Capítulo 6).

O défice da balança de rendimento primário aumentou 0,4 pp face ao período homólogo em resultado quer da redução dos rendimentos recebidos, quer do aumento dos rendimentos pagos ao exterior.⁶⁶ Em particular, registou-se um maior défice de rendimentos de investimento direto, associado ao pagamento de maiores dividendos ao exterior e à redução dos dividendos recebidos.

A balança de rendimento secundário, que regista a maior parte das transferências correntes com o exterior (incluindo parte das transferências com a UE e as remessas de emigrantes/imigrantes), estabilizou o seu saldo em 1% do PIB no primeiro semestre do ano. O saldo de remessas de emigrantes/imigrantes estabilizou igualmente em 1,5% do PIB.

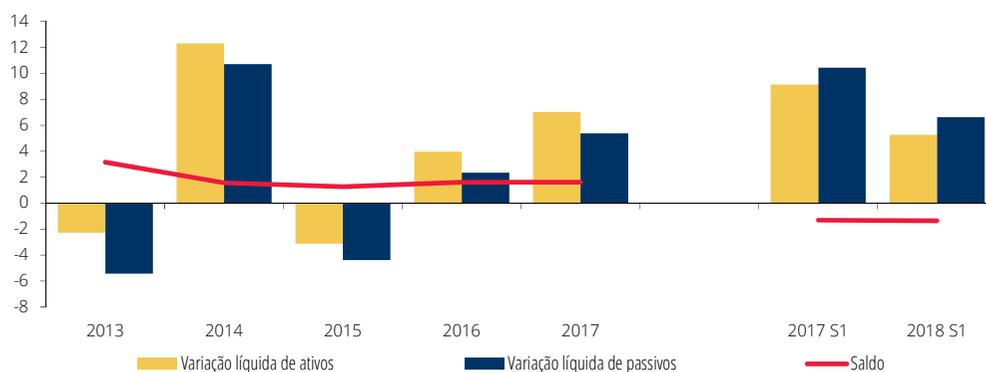
Finalmente, refira-se que as receitas de fundos da UE, classificadas na balança de rendimento primário, secundário e de capital, mantiveram-se num nível semelhante ao registado no período homólogo (1,3% do PIB).

Manutenção do financiamento externo líquido mas com diferenças no comportamento dos diversos setores institucionais

Em termos da balança financeira, no primeiro semestre de 2018, o financiamento externo da economia portuguesa foi superior ao da aquisição de ativos de não residentes (6,6% e 5,3% do PIB, respetivamente). Deste modo, a economia portuguesa foi recetora líquida de fundos, tal como tinha ocorrido no primeiro semestre de 2017, apesar de ambos os fluxos terem tido uma expressão inferior à do período homólogo (Gráfico I.8.7).

Neste semestre, a evolução da balança financeira foi caracterizada por uma alteração do perfil dos setores institucionais que investiram e se financiaram no exterior, com uma redução das transações financeiras do Banco de Portugal e um aumento do papel de intermediação financeira das Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) (Gráfico I.8.8 e gráfico I.8.9). As sociedades não financeiras reduziram o seu financiamento externo, enquanto as administrações públicas obtiveram um financiamento externo marginalmente positivo.

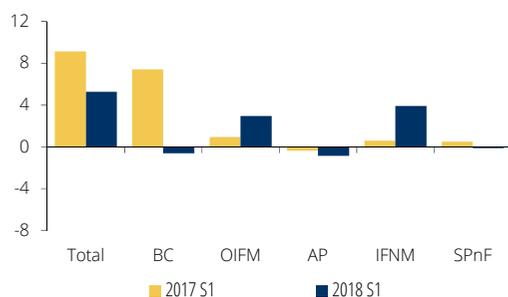
Gráfico I.8.7 • Variação líquida de ativos e passivos financeiros e saldo da balança financeira | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

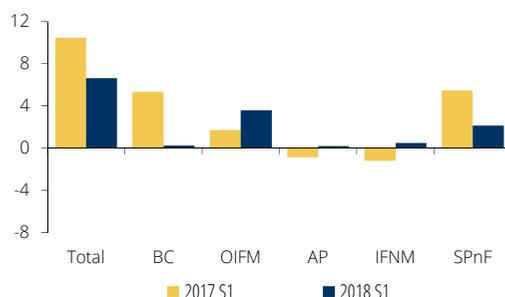
66. Em rigor, as estatísticas da balança de pagamentos são elaboradas de acordo com o princípio de mudança de propriedade ou princípio de especialização do exercício. Neste contexto, a balança de rendimentos regista não só os rendimentos recebidos e pagos como também os rendimentos a receber e os devidos, mesmo que ainda não tenham sido pagos. Por simplificação, recorre-se à terminologia de recebidos/pagos.

Gráfico I.8.8 • 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.

Gráfico I.8.9 • Variação líquida de passivos (2)
| Em percentagem do PIB



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

No primeiro semestre de 2018, o Banco de Portugal desinvestiu em ativos externos um valor de 0,6% do PIB, quando no período homólogo tinha realizado aquisições equivalentes a 7,4% do PIB. Este desinvestimento traduziu-se na venda líquida de títulos emitidos por entidades não residentes classificados em investimento de carteira e, mais significativamente, em ativos de reserva. Do lado do financiamento, o aumento de passivos externos do Banco de Portugal foi de 0,2% do PIB, ao contrário do observado no primeiro semestre de 2017, em que a captação de fundos do exterior ascendeu a 5,4% do PIB.

As OIFM aumentaram quer os seus ativos, quer os seus passivos externos. Do lado do ativo, realizaram compras líquidas de títulos de dívida de longo prazo emitidos por não residentes (no valor de 4,7% do PIB no primeiro semestre de 2018, que compara com 0,8% no período homólogo). Em contrapartida, reduziram a sua posição em depósitos junto de bancos não residentes, bem como os seus investimentos em empresas com as quais mantêm uma relação de investimento direto. No que se refere aos passivos externos, as OIFM captaram mais fundos externos (no valor de 3,6% do PIB no primeiro semestre de 2018 face a 1,7% do PIB no período homólogo). Estes fundos foram captados sob a forma de depósitos, enquanto se verificou uma amortização de passivos de investimento direto, bem como de um elevado montante de títulos de dívida de longo prazo em carteira de não residentes.

As sociedades não financeiras reduziram o seu financiamento externo, para 2,1% do PIB no primeiro semestre de 2018, que compara com 5,5% do PIB no período homólogo, com reflexo na evolução das componentes de investimento direto e de investimento de carteira. Na primeira observou-se um menor financiamento obtido pelas sociedades não financeiras junto de entidades não residentes com as quais existe uma relação de investimento direto, enquanto a segunda refletiu uma amortização líquida de títulos de dívida na posse de não residentes. No caso do investimento direto, refira-se que a componente de aquisições de imobiliário por parte de não residentes continuou a aumentar.⁶⁷

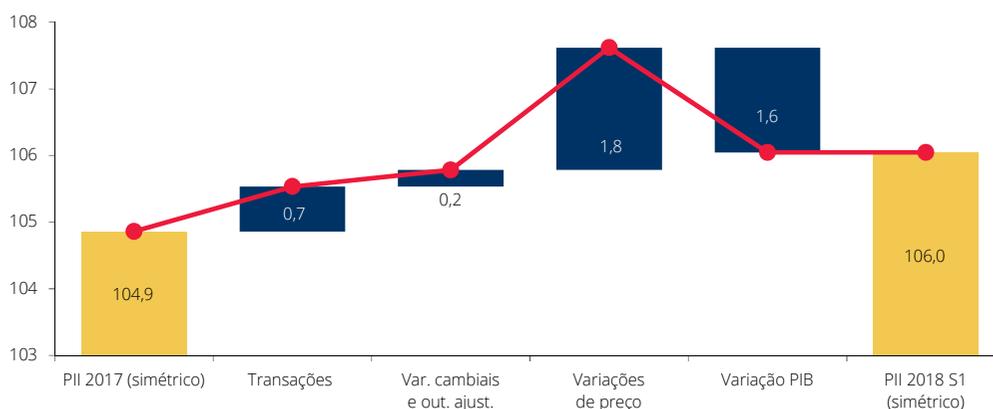
67. Para uma análise mais detalhada deste tipo de operações, ver "Investimento imobiliário em Portugal por parte de não residentes", caixa 7.1 do *Boletim Económico* de Maio de 2016 do Banco de Portugal, 89-90.

É ainda de referir que as administrações públicas obtiveram um financiamento externo marginalmente positivo (0,2% do PIB) quando no período homólogo tinham reduzido os passivos externos (em 0,9% do PIB). Esta entrada de fundos resultou da colocação de bilhetes do Tesouro junto de entidades não residentes que mais que compensou as amortizações de obrigações do Tesouro e do empréstimo do FMI. O valor amortizado do empréstimo do FMI⁶⁸ foi menor do que o realizado no período homólogo, à medida que o montante remanescente em dívida tem vindo a reduzir.

Evolução da posição de investimento internacional determinada pela desvalorização de ativos e pelo financiamento externo líquido

No primeiro semestre de 2018, a posição de investimento internacional (PII) cifrou-se em -106% do PIB, um valor mais negativo do que os -104,9% do PIB registados no final de 2017 (Gráfico I.8.10). Para esta evolução contribuíram, sobretudo, as variações de preço, influenciadas pela desvalorização das carteiras de ativos e pela valorização dos passivos de entidades residentes (-1,8 pp do PIB). A captação líquida de fundos junto de não residentes e as variações cambiais e outros ajustamentos contribuíram no mesmo sentido. Em contraste, o crescimento do PIB nominal contribuiu para uma PII em percentagem do PIB menos negativa, em 1,6 pp do PIB.

Gráfico I.8.10 • Variação da posição de investimento internacional | Em percentagem do PIB



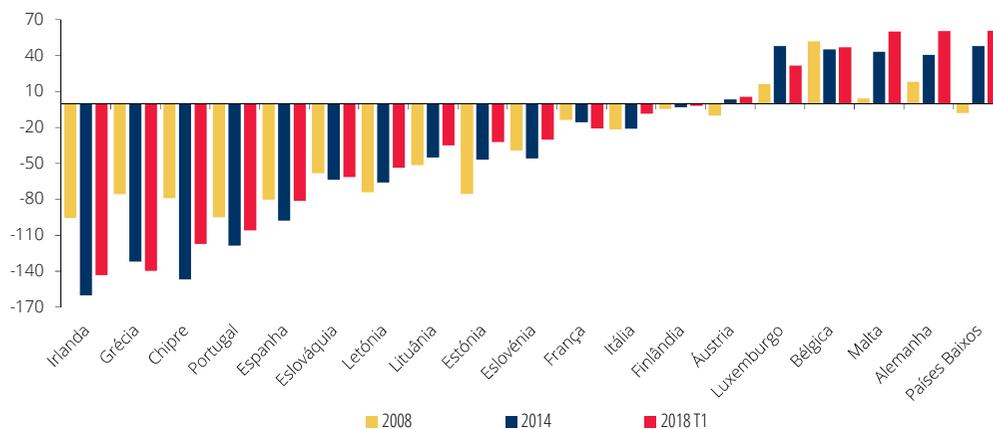
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Não obstante a economia portuguesa apresentar uma capacidade de financiamento desde 2012, a redução da posição devedora de investimento internacional – que atingiu um máximo em 2014 (de 118,6% do PIB) – tem sido relativamente lenta. O endividamento da economia portuguesa face ao exterior mantém-se em níveis muito elevados em termos históricos e comparativamente a outros países da área do euro. No primeiro trimestre de 2018, Portugal era o país da área do euro com a terceira dívida externa líquida⁶⁹ mais elevada e com o quarto valor mais negativo da PII (Gráfico I.8.11 e gráfico I.8.12).

68. Correspondendo às componentes de amortizações regulares e antecipadas.

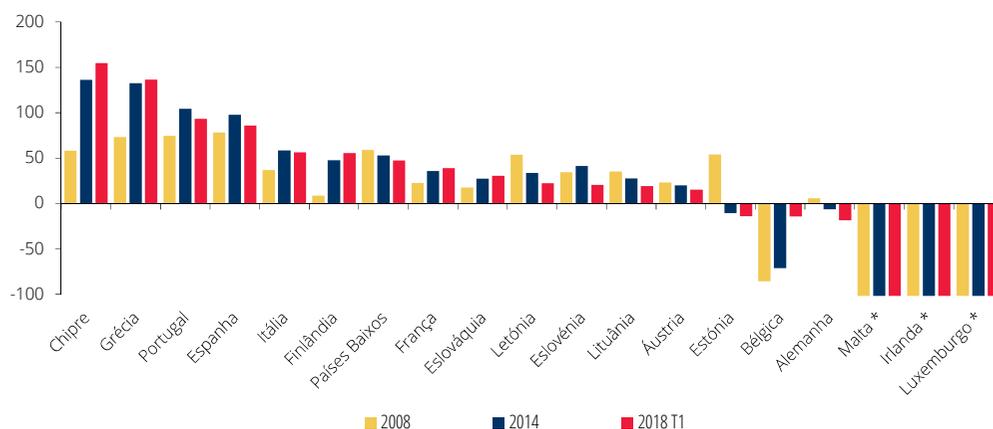
69. A dívida externa líquida é obtida a partir da PII excluindo os stocks de ativos e passivos de instrumentos de capital, o ouro em barra e os derivados financeiros.

Gráfico I.8.11 • Comparação internacional da posição de investimento internacional
| Em percentagem do PIB



Fontes: Eurostat e INE.

Gráfico I.8.12 • Comparação internacional da dívida externa líquida | Em percentagem do PIB



Fontes: Eurostat e INE. | Nota: os valores de Malta, Irlanda e Luxemburgo estão truncados devido à ocorrência de operações financeiras de elevado montante nestes países. Os valores ascendem em Malta a -428,8%, -301,6% e -193,8% do PIB, para respetivamente 2008, 2014 e 2018 T1. Para a Irlanda os valores são de -153,2%, -414,1% e -397,8% do PIB, e para o Luxemburgo os valores são de -2139,8%, -1997,1 e -2114,5% do PIB em iguais períodos.



II Projeções para a
economia portuguesa
em 2018

∴ Abrandamento do PIB em 2018

As projeções elaboradas pelo Banco de Portugal apontam para a continuação da expansão da economia portuguesa em 2018, embora a um ritmo inferior ao observado no ano anterior. Após um crescimento real de 2,8% em 2017, o PIB deverá crescer 2,3% no conjunto de 2018 (Quadro 1), uma taxa que excede a média das estimativas do crescimento do produto potencial da economia portuguesa. Em termos intra-anuais, o crescimento do PIB na segunda metade do ano deverá permanecer relativamente estável (taxa de variação homóloga de 2,2%).

Quadro 1 • Projeções do Banco de Portugal para 2018 | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	Pesos 2017	BE outubro 2018				BE junho 2018	
		2017	2018 ^(p)	2018 S1	2018 S2 ^(p)	2017	2018 ^(p)
Produto interno bruto	100,0	2,8	2,3	2,3	2,2	2,7	2,3
Consumo privado	64,8	2,3	2,4	2,5	2,4	2,3	2,2
Consumo público	17,5	0,2	0,7	0,8	0,7	-0,2	0,8
Formação bruta de capital fixo	16,6	9,2	3,9	4,0	3,8	9,1	5,8
Procura interna	99,2	3,0	2,4	2,6	2,2	2,8	2,5
Exportações	42,7	7,8	5,0	6,0	4,0	7,8	5,5
Importações	41,9	8,1	5,1	6,4	3,8	7,9	5,7
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em pp) ^(a)							
Procura interna		1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Exportações		1,5	1,1	1,1	1,1	1,5	1,2
Emprego ^(b)		3,3	2,3			3,3	2,6
Taxa de desemprego		8,9	7,0			8,9	7,2
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,4	1,4			1,4	1,8
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,8	1,3			1,8	0,9
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,6	1,4			1,6	1,4

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 2013. Para mais informações, ver a caixa “O conteúdo importado da procura global em Portugal”, *Boletim Económico* de dezembro de 2017. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

O crescimento projetado para a economia portuguesa em 2018 situa-se 0,3 pp acima do valor divulgado pelo BCE para a área do euro.¹ Desta forma, espera-se que o processo de convergência real face à área do euro se mantenha muito gradual.

A projeção para 2018 mantém-se inalterada relativamente ao *Boletim Económico* de junho. Contudo, verificam-se revisões ao nível das componentes, em baixa para o crescimento da FBCF e das exportações e em alta para o consumo privado.

1. Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, setembro de 2018, disponíveis em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201809.en.pdf?8bc12010f1ed3def5cf67b26433e7f6e>

... O perfil de abrandamento da economia reflete o menor impulso proveniente da procura externa

As hipóteses de enquadramento da economia portuguesa mantêm-se globalmente favoráveis em 2018, mas contemplam uma moderação do crescimento do comércio mundial e da procura externa dirigida à economia portuguesa. Num quadro de tensões comerciais a nível global (Secção I, Capítulo 2), o comércio mundial cresce 4,5% em 2018, após 5,2% em 2017, de acordo com as hipóteses do exercício.² Do mesmo modo, a variação da procura externa (i.e., o crescimento das importações dos principais parceiros ponderadas pelo seu peso nas exportações portuguesas) diminui de 4,4% em 2017 para 3,3% em 2018 (Quadro 2). Para esta dinâmica contribui, em particular, o abrandamento das importações intra-área do euro. De acordo com as projeções do BCE, a atividade na área do euro regista um menor dinamismo, com o crescimento a diminuir de 2,5% em 2017 para 2,0% em 2018. Relativamente ao *Boletim Económico* de junho, verificaram-se revisões em baixa do crescimento do comércio mundial e da procura externa.

Quadro 2 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE outubro 2018		BE junho 2018	
		2017	2018	2017	2018
Enquadramento internacional					
PIB mundial	tva	3,6	3,7	3,6	3,8
Comércio mundial	tva	5,2	4,5	5,1	5,1
Procura externa	tva	4,4	3,3	4,5	4,3
Preço do petróleo em dólares	vma	54,4	71,5	54,4	74,5
Preço do petróleo em euros	vma	48,2	60,7	48,2	62,2
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	%	3,1	3,0	3,1	3,0
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	2,4	2,3	2,4	2,1
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,13	1,18	1,13	1,20

Fonte: BCE (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 três 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, baseando-se numa estimativa da taxa implícita, que inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões.

O preço do petróleo em dólares aumenta aproximadamente 26% em termos médios anuais em 2018, para cerca de 71 dólares/barril, de acordo com as hipóteses do exercício de projeção. Este nível é ligeiramente inferior ao considerado no *Boletim Económico* de junho. A taxa de câmbio efetiva (face a 19 parceiros comerciais) aprecia em 2018 numa magnitude semelhante à observada em 2017. O enquadramento monetário e financeiro mantém-se benigno – não tendo registado revisões face a junho – refletindo a manutenção do grau acomodatório da política monetária na área do euro (Secção I, caixa 2) e das condições favoráveis de financiamento dos agentes económicos.

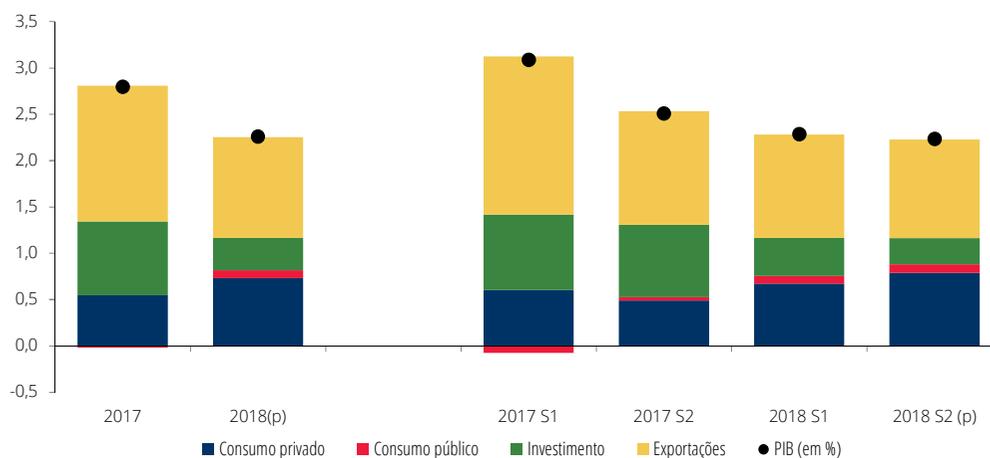
2. A atual projeção engloba a informação disponível até 21 de setembro, assim como o conjunto de hipóteses de enquadramento consistente com o exercício de projeção do BCE divulgado no dia 13 de setembro. A data de fecho das hipóteses é 21 de agosto.

Desaceleração das exportações e do investimento e aceleração do consumo privado em 2018

O abrandamento projetado para o PIB em 2018 decorre da desaceleração das exportações e da FBCF. Por seu turno, o consumo privado apresenta um crescimento ligeiramente superior ao observado em 2017. O contributo (líquido do respetivo conteúdo importado) das exportações para o crescimento do PIB reduz-se de 1,5 pp em 2017 para 1,1 pp em 2018 (Gráfico 1). O contributo da procura interna diminui ligeiramente de 1,3 pp em 2017 para 1,2 pp em 2018, projetando-se uma redução do contributo do investimento e maiores contributos do consumo privado e do consumo público.

No conjunto do ano projeta-se um crescimento do consumo privado de 2,4%, num quadro de crescimento forte do rendimento disponível real associado ao dinamismo da criação de emprego e a uma recuperação dos salários reais (Secção I, Capítulo 6). Projeta-se que a taxa de poupança dos particulares se mantenha estável em torno de níveis historicamente baixos. A taxa de crescimento do consumo corrente aumenta ligeiramente, enquanto o consumo de bens duradouros regista um ligeiro abrandamento mas mantendo um ritmo de crescimento superior ao do total do consumo privado. Em termos intra-anuais, espera-se que o crescimento do consumo privado se reduza ligeiramente na segunda metade do ano.

Gráfico 1 • 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 2013. Para mais informações ver a caixa “O conteúdo importado da procura global em Portugal”, *Boletim Económico* de dezembro de 2017.

De acordo com as hipóteses de finanças públicas, o consumo público regista um crescimento de 0,7% em termos reais em 2018. Esta evolução tem subjacente uma hipótese de manutenção da tendência de aumento do emprego público observada nos últimos anos.³ Adicionalmente, a des-

3. 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 considerada a informação disponibilizada até à data de fecho dos dados relativamente à execução orçamental e à evolução do número de funcionários públicos.

pesa em bens e serviços deverá registar uma aceleração em 2018, refletindo em larga medida um efeito temporário relacionado com os incêndios de 2017. A hipótese relativa ao investimento público aponta para a manutenção de um ritmo de crescimento significativo em 2018, embora inferior ao considerado nos documentos orçamentais oficiais.

Após um crescimento elevado em 2017, a FBCF deverá abrandar em 2018. No conjunto do ano, projeta-se um crescimento de 3,9% (9,2% em 2017). Esta evolução é transversal aos vários tipos de investimento. A desaceleração perspetivada para o investimento em construção em 2018, após um crescimento significativo em 2017 (8,3%), reflete, em parte, o impacto do adiamento de trabalhos em algumas grandes obras de infraestruturas. De acordo com a projeção, o investimento em máquinas, equipamentos e material de transporte apresenta uma taxa de crescimento elevada mas inferior à registada no ano anterior, num contexto de expectativas de crescimento mais moderado da procura global e de maiores níveis de incerteza prevaletentes a nível externo (Secção I, Capítulo 2). Em termos intra-anuais, projeta-se um crescimento da FBCF total na segunda metade do ano próximo do observado no primeiro semestre.

De acordo com a projeção, as exportações desaceleraram em 2018 para 5,0% (7,8% em 2017). Este agregado mantém um dinamismo superior ao da procura externa dirigida à economia portuguesa, o que se traduz em novos ganhos de quota nos mercados externos. No entanto, estes ganhos são inferiores aos observados em 2017 e mais concentrados em alguns mercados de exportação, nomeadamente no turismo e nos automóveis. O abrandamento das exportações é transversal aos bens e aos serviços; contudo, a componente de turismo mantém ainda um dinamismo assinalável. Em termos de perfil intra-anual, perspetiva-se que a trajetória de desaceleração observada no primeiro semestre se mantenha na segunda metade do ano, refletindo o abrandamento do turismo e de outros serviços e a redução acentuada das exportações de combustíveis, decorrente de paragens programadas de importantes refinarias.

∴ Situação no mercado de trabalho continua a melhorar

A evolução projetada para o mercado de trabalho para 2018 caracteriza-se por um aumento do emprego de 2,3%, inferior em 1,0 pp ao observado em 2017. A taxa de desemprego continua a sua trajetória descendente, devendo situar-se em 7,0% no conjunto do ano de 2018 (-1,9 pp comparativamente a 2017). Os salários deverão acelerar, pressionados pela redução da taxa de desemprego, pelo impacto do aumento do salário mínimo nacional e pelo descongelamento gradual das progressões salariais na administração pública.

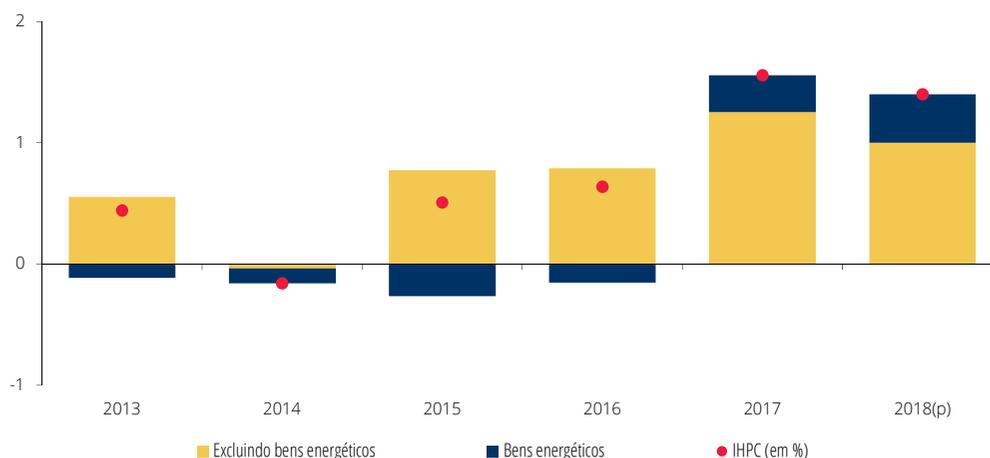
Comparativamente ao *Boletim Económico* de junho, verifica-se uma revisão em baixa do emprego e da taxa de desemprego, num quadro de revisão também em baixa da taxa de atividade.

∴ Ligeira redução da inflação em 2018

De acordo com o projetado, a inflação, medida pela taxa de variação do IHPC, diminui para 1,4% em 2018, valor inferior em 0,2 pp ao de 2017. Este valor é idêntico ao projetado no *Boletim Económico* de junho. O abrandamento do ritmo de aumento dos preços reflete menores pressões inflacionistas externas originadas pela evolução dos preços das importações de bens excluindo energéticos, não obstante a aceleração do preço do petróleo. As maiores pressões inflacionistas internas

decorrentes da aceleração salarial poderão estar a ser mitigadas pela evolução de algumas componentes voláteis relacionadas com o turismo, bem como das margens de lucro (Secção I, Capítulo 7). Em resultado, projeta-se um aumento do contributo da componente energética e uma diminuição do contributo da componente não energética para a inflação em 2018 (Gráfico 2). O crescimento dos preços projetado para Portugal é 0,3 pp inferior às mais recentes projeções do BCE para a área do euro.

Gráfico 2 • 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.

Manutenção da capacidade de financiamento da economia portuguesa

Por fim, as atuais projeções apontam para que a economia portuguesa mantenha uma capacidade de financiamento, medida pelo excedente da balança corrente e de capital, num montante equivalente a 1,4% do PIB em 2018, idêntico ao valor de 2017. Por um lado, projeta-se uma deterioração do saldo da balança de bens e serviços. Por outro lado, espera-se um aumento das transferências comunitárias – que deverão observar uma recuperação no segundo semestre – e uma diminuição dos encargos com juros de dívida pública. A projeção atual para o saldo da balança corrente e de capital é inferior à considerada no *Boletim Económico* de junho, incorporando uma revisão em alta do excedente da balança de bens e serviços e uma revisão em baixa do saldo das restantes balanças.





III Tema em destaque

Reafetação de recursos e produtividade
total dos fatores em Portugal

Reafetação de recursos e produtividade total dos fatores em Portugal

Introdução

A produtividade é uma medida da eficiência global da economia no que se refere à utilização dos seus fatores produtivos, nomeadamente capital e trabalho. Maior eficiência cria direta e indiretamente mais riqueza, pois permite produzir maior quantidade de bens e serviços para a mesma utilização de fatores e, ao mesmo tempo, libertar recursos para a produção de novos produtos e serviços. A produtividade tem pois um papel crucial na melhoria das condições de bem-estar de uma sociedade, em especial no longo prazo.

O aumento contínuo da produtividade esteve certamente na base do crescimento económico e, logo, da substancial melhoria das condições de vida ocorrida nos últimos séculos a nível mundial. Todavia, existe neste momento evidência de uma desaceleração da produtividade a nível global a qual, no caso das economias mais desenvolvidas, terá começado no início dos anos 2000, e terá sido agravada pela crise financeira internacional a partir de 2008 (BCE, 2017; Adler et al., 2017; Duval, Hong e Timmer, 2017; OCDE, 2015). De acordo com Adler et al., (2017), nas economias mais desenvolvidas “o crescimento médio da produtividade total dos fatores esteve perto de zero na última década e abaixo de qualquer período semelhante nas últimas seis décadas”.

Muitas explicações têm sido avançadas para esta desaceleração da produtividade, incluindo causas de natureza mais estrutural ou de longo prazo, e causas de natureza mais conjuntural ou de curto/médio prazo, relacionadas com implicações da crise financeira internacional, a partir de 2008. Entre as causas estruturais apontadas podem citar-se o abrandamento na inovação e na difusão tecnológica, o aumento do grau de ineficiência produtiva (*misallocation*), o declínio da reafetação de fatores, a possibilidade de erros de medida (sobretudo na economia digital), o envelhecimento progressivo da força de trabalho, a acumulação mais lenta de capital humano e o menor crescimento do comércio internacional (BCE, 2017; Adler et al., 2017; Byrne, Fernald e Reinsdorf, 2016; Decker, Haltiwanger, Jarmin e Miranda, 2018). De entre os legados da crise financeira internacional com implicações no crescimento da produtividade, são geralmente citados, entre outros fatores, a fraqueza da procura agregada, as dificuldades de acesso ao crédito e a incerteza política que se seguiu à crise das dívidas soberanas na área do euro (Adler et al., 2017; Duval, Hong e Timmer, 2017; BCE, 2017).

O presente Tema em destaque procura quantificar o contributo da reafetação de recursos para a evolução da produtividade em Portugal na última década (2006-2015), neste contexto de desaceleração da produtividade a nível global. Habitualmente, a produtividade é investigada de um ponto de vista macro, sendo hábito calcular e analisar medidas de produtividade para o total da economia ou para setores de atividade, tomando como ponto de partida os agregados relevantes (produção, emprego, *stock* de capital, etc.) apropriadamente definidos. Todavia, este tipo de abordagem não permite investigar o papel da reafetação de fatores entre empresas. Para esse efeito torna-se necessário recorrer a microdados. Este Tema em destaque distingue-se precisamente por avaliar o contributo da reafetação de recursos para a produtividade agregada, partindo de dados ao nível das empresas individuais.

Com vista à quantificação deste efeito de reafetação procede-se à decomposição da produtividade pelos contributos dos diversos tipos de empresas presentes na economia. Em cada ano, as empresas que contribuíram para a produção total da economia (ou de um dado setor) podem agrupar-se em três tipos: empresas que iniciaram a atividade nesse ano (designadas por empresas novas ou entrantes), empresas que cessaram a atividade nesse ano (empresas cessantes) e as restantes empresas, que já se encontravam em atividade e sobrevivem para o ano seguinte (designadas por empresas incumbentes ou sobreviventes). O crescimento da produtividade de um dado setor de atividade pode ser visto como o resultado de melhorias no nível de eficiência da produção dentro das empresas sobreviventes (efeito *within*), de melhorias na eficiência da afetação de recursos entre estas empresas (efeito *between*) e ainda da melhoria na reafetação de recursos através da entrada e saída de empresas do setor. Este Tema em destaque quantifica o contributo de cada um destes efeitos para a evolução da produtividade em Portugal, com enfoque especial no papel da reafetação de fatores.

A parte restante deste Tema em destaque encontra-se organizada da seguinte forma. Na primeira parte apresenta-se a medida de produtividade usada neste exercício e a respetiva fórmula de cálculo. Na segunda parte apresentam-se os dados utilizados, com a caracterização dos principais setores de atividade que serão objeto de análise. Na terceira e quarta partes apresentam-se os resultados empíricos obtidos para Portugal, a nível agregado e setorial, focando no contraste entre setor transacionável e não transacionável da economia e no papel da reafetação de recursos para a evolução da produtividade. Finalmente, na quinta parte são apresentadas algumas considerações finais.

A medida de produtividade utilizada

Existem inúmeros conceitos de produtividade, sendo os mais utilizados a produção (medida pelo valor bruto da produção ou pelo valor acrescentado bruto) por unidade de fator de produção, de que são exemplos a produtividade do trabalho, a produtividade do capital e a produção por unidade de fator composto (que resulta da combinação entre trabalho, capital e consumos intermédios). Este último conceito é designado por produtividade multifatorial ou produtividade total dos fatores (PTF).

Este Tema em destaque centra-se na caracterização da produtividade total dos fatores, correspondente à produção (valor bruto da produção) por unidade de fator composto. Como alternativa à PTF, medida na produção, é muitas vezes analisada uma medida da PTF calculada partir do VAB da empresa. A literatura económica, todavia, tende a favorecer a primeira, por corresponder a um conceito mais relevante para as decisões das empresas no processo de maximização do lucro e, como tal, na afetação de recursos económicos.

A definição e cálculo da PTF obriga a assumir a existência de uma função de produção, cujos parâmetros deverão ser estimados a partir dos dados a nível da empresa. No que se segue, e em linha com a literatura, admite-se que a produção da empresa i no ano t é bem descrita por uma função de produção Cobb-Douglas com três fatores produtivos:

$$Q_{it} = PTF_{it} K_{it}^{\alpha} L_{it}^{\beta} M_{it}^{\gamma}$$

onde Q representa a produção (valor bruto da produção) em termos reais, K o *stock* real de capital, L o número de trabalhadores e M os consumos intermédios, também em termos reais. Os coeficientes α , β e γ representam as chamadas elasticidades da produção em relação aos fatores produtivos.

De acordo com esta função, a PTF da empresa i no período t , em logaritmos naturais, pode ser calculada a partir da expressão:

$$\ln PTF_{it} = \ln(Q_{it}/K_{it}^{\alpha}L_{it}^{\beta}M_{it}^{\gamma}) = \ln Q_{it} - \alpha \ln K_{it} - \beta \ln L_{it} - \gamma \ln M_{it}$$

onde o termo $K_{it}^{\alpha}L_{it}^{\beta}M_{it}^{\gamma}$ representa o fator composto que é usado no cálculo de PTF_{it} .

A PTF é vista, geralmente, como correspondendo a um conceito teórico mais relevante de produtividade, pois, em teoria, é exógena relativamente à utilização dos fatores produtivos. Já a produtividade do trabalho, por exemplo, apresentando maior facilidade de cálculo e sendo de mais fácil compreensão, tem o inconveniente de depender não só do fator trabalho, mas também dos outros fatores de produção, nomeadamente o capital e os consumos intermédios, o que, em certas circunstâncias, torna difícil a sua interpretação. Por exemplo, a produtividade do trabalho será um indicador enviesado na presença de um efeito de substituição de fatores. De facto, a função de produção acima, sob a hipótese de rendimentos constantes à escala ($\alpha + \beta + \gamma = 1$), pode escrever-se na forma

$$\ln(Q_{it}/L_{it}) = \ln PTF_{it} + \alpha \ln(K_{it}/L_{it}) + \gamma \ln(M_{it}/L_{it})$$

o que mostra a relação existente entre o logaritmo da produtividade do trabalho, $\ln(Q_{it}/L_{it})$ e o logaritmo da produtividade total dos fatores, $\ln PTF_{it}$. A partir desta identidade é fácil ver que a relação entre a produtividade do trabalho e a PTF depende do valor dos rácios K_{it}/L_{it} e M_{it}/L_{it} . De entre duas empresas com igual PTF, terá maior produtividade do trabalho aquela que for mais capital intensiva, isto é, tiver maior rácio capital/trabalho (tudo o resto constante). Esta relação mostra também que alterações na produtividade do trabalho podem advir de alterações na PTF, mas também de alterações na intensidade de utilização dos outros fatores de produção face ao fator trabalho (capital ou consumos intermédios por trabalhador).

Uma vez obtidas as estimativas para as produtividades ao nível das empresas individuais, o passo seguinte passa por construir medidas de produtividade agregadas. Em linha com a literatura, para efeitos deste Tema em destaque, a produtividade agregada – para o total da economia ou para um setor de atividade no período t – é definida como uma média ponderada das produtividades das empresas individuais, p_{it} :

$$P_t = \sum_i \theta_{it} p_{it}$$

onde os pesos $\theta_{it} \geq 0$ somam 1. A nossa variável de interesse é a variação da produtividade ao longo do tempo, ou seja, $\Delta P_t = P_t - P_{t-1}$. Note-se que a medida de produtividade subjacente está definida em logaritmos naturais, pelo que P_t representa o logaritmo da produtividade agregada e p_{it} o logaritmo da produtividade da empresa individual ($p_{it} = \ln PTF_{it}$), sendo ΔP_t uma taxa de variação.¹

Na prática, um problema que se coloca diz respeito à escolha dos pesos θ_{it} a utilizar na agregação. Para obter medidas de PTF agregadas, a literatura tem usado essencialmente dois tipos de pesos: a produção ou VAB (real ou nominal) (Baily, Hulten e Campnell, 1992; Foster, Haltiwanger e Krizan,

1. Definida desta forma, a expressão para a produtividade média corresponde ao logaritmo de uma média geométrica ponderada das produtividades individuais. Este facto dificulta a comparação com valores obtidos a partir de outras medidas, disponíveis na literatura, que calculam a produtividade agregada a partir de uma média aritmética ponderada, pois variações nos dois tipos de médias podem diferir de forma significativa.

2001; Olley e Pakes, 1996; Griffin e Odaki, 2009; Hallward-Driemeir e Rijkers, 2013; Melitz e Polanec, 2015) e o fator composto, acima definido (Liu e Tybout, 1996; Bartelsman e Drymes, 1998).

Para efeitos deste Tema em destaque, a PTF agregada será obtida usando o fator composto como ponderador. O uso de fatores produtivos como ponderadores, em alternativa a ponderadores definidos na produção (ou no VAB), tem algumas vantagens. Em primeiro lugar, faz com que, ao menos em termos conceptuais, as medidas de produtividade, obtidas por agregação das produtividades individuais, se aproximem mais das medidas de produtividade que se obteriam por cálculo direto, a partir de dados setoriais agregados. Em segundo lugar, é possível mostrar que o uso de pesos definidos na produção (ou no VAB) dá origem a medidas de produtividade agregadas onde as produtividades individuais vêm ponderadas não só em função da dimensão da empresa (medida pela quantidade de fatores de produção), mas também da própria produtividade individual. Isto faz com que as empresas com produtividade acima da média recebam um peso proporcionalmente maior e as empresas com produtividade abaixo da média um peso proporcionalmente menor, do que aquele que resulta da quantidade de fatores utilizados. Este facto tenderá a aumentar ainda mais o contributo das empresas grandes, pois, empiricamente, verifica-se que estas tendem a apresentar produtividades individuais, em média, mais elevadas do que as empresas pequenas. Em terceiro lugar, e esta é uma questão muito importante para este Tema em destaque, o uso da produção (ou do VAB) como ponderador torna menos clara a interpretação do efeito *between* na decomposição de Olley-Pakes que será analisada mais à frente. Nestas circunstâncias, o efeito *between*, contrariamente ao pretendido, não mede apenas a reafetação dos fatores produtivos entre empresas, pois as alterações nos pesos podem ser resultado de alterações nas produtividades individuais (que entram nos pesos) e não o resultado de uma reafetação de fatores entre as empresas do setor.

Por forma a atenuar o impacto de possíveis observações extremas (*outliers*) sobre as medidas de produtividade, os pesos serão definidos a partir dos logaritmos das variáveis originais. Em particular, para o cálculo da PTF média são usados pesos definidos a partir do logaritmo do fator composto. A utilização da transformação logarítmica tem sido sugerida na literatura como uma alternativa ao uso das técnicas de *trimming* ou de *winsorizing* para lidar com a presença de *outliers*.² Ao permitir manter nos dados os valores extremos, o uso de logaritmos evita a subjetividade associada à escolha dos níveis de *trimming* ou de *winsorizing*. O uso da transformação logarítmica foi também sugerida como forma de corrigir o enviesamento em distribuições enviesadas positivas (Osborne, 2002; Osborne e Overbay, 2004). A transformação logarítmica comprime a distribuição dos pesos em torno da “empresa típica”, reduzindo o peso relativo das empresas maiores e aumentando o peso relativo das empresas menores. Numa economia caracterizada pela presença de muitas empresas muito pequenas e algumas empresas muito grandes (distribuição assimétrica positiva), esta transformação evita que a produtividade agregada seja completamente dominada pela evolução da produtividade de um pequeno número de empresas muito grandes. Em resumo, a utilização de pesos definidos no logaritmo do fator composto gera medidas de produtividade agregadas que podem ser vistas como representando a evolução da produtividade da “empresa típica” ou da “empresa representativa” e que são robustas à presença de erros de medida ou de outros *outliers*, que afetem os fatores de produção (emprego, capital ou consumos intermédios).

2. Para uma variável para a qual se queira calcular uma dada estatística – a média, por exemplo – a técnica de *trimming* consiste em excluir uma percentagem de observações com os valores mais elevados e uma percentagem de observações com os valores mais baixos, por forma evitar que tais observações extremas afetem o resultado final da média. O *winsorizing*, em vez de excluir as observações extremas, substitui-as por um valor igual ao valor assumido pela variável a partir de certos limites. Em qualquer dos casos torna-se necessário definir, à partida, a percentagem de observações a excluir, no caso do *trimming*, ou a serem modificadas, no caso do *winsorizing*.

Os dados

Os resultados empíricos apresentados neste Tema em destaque foram obtidos a partir de dados de balanço das empresas portuguesas transmitidos ao Banco de Portugal através da Informação Empresarial Simplificada (IES) para o período 2006-2015. Este tipo de informação existe desde 2006 e cobre virtualmente o universo das empresas portuguesas não financeiras. A partir desta base de dados é possível calcular, para cada empresa, o valor bruto da produção, o valor acrescentado bruto, o consumo de bens intermédios, o emprego e o *stock* de capital. Antes da sua utilização, a base de dados foi objeto de algum tratamento que passou pela exclusão das empresas que não indicaram valores positivos para algumas destas variáveis.

Por forma a obter estimativas para a produção e consumos intermédios em termos reais são usados deflatores definidos ao nível dos ramos de atividade, os quais, por sua vez, são definidos ao nível dos 3 dígitos da CAE. Para a indústria, estes índices de preços foram construídos com base em informação desagregada do índice de preços da produção industrial publicado pelo INE. Para os restantes ramos de atividade, para os quais não existem disponíveis índices de preços específicos, foram usados deflatores alternativos construídos a partir de rubricas do índice de preços no consumidor e de deflatores de bens de investimento. Importa notar que o uso de deflatores comuns por ramos ou setores de atividade pode ter implicações importantes para as medidas de produtividade usadas neste Tema em destaque, que interessa ter presentes aquando da avaliação e interpretação de alguns dos resultados empíricos apresentados (Caixa 1).

Depois de excluídos os ramos de atividade com menos que 10 empresas (para evitar problemas de estimação), resultou um número final de 202 ramos de atividade – 16 para a agricultura (incluindo a exploração florestal, pesca e indústria extrativa), 101 para a indústria e 85 para os serviços (incluindo construção, eletricidade, gás e água). Para cada um destes ramos de atividade foi estimada a função de produção apresentada acima, tendo em vista o cálculo da PTF ao nível de cada empresa.³

Quadro 1 • Importância relativa dos diversos setores na base de dados | Em percentagem

Setores	2006			2010			2015		
	VBP	VAB	emp.	VBP	VAB	emp.	VBP	VAB	emp.
Agricultura	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	2,2	2,5	2,2	2,6
Indústria	32,9	25,6	27,9	31,5	23,1	24,0	34,8	25,1	24,4
Construção	15,0	11,5	13,2	13,9	10,3	12,4	7,6	7,0	8,7
Utilidades	3,3	4,4	0,4	2,7	4,0	0,4	6,4	4,4	0,5
Serviços	46,8	56,4	56,3	49,9	60,6	61,0	48,6	61,4	63,8
Serviços transac.	10,3	10,3	8,8	11,8	12,1	9,9	12,4	13,4	10,7
Serviços não transac.	36,6	46,2	47,5	38,1	48,5	51,2	36,3	48,0	53,1

Nota: A agricultura também inclui a exploração florestal, pesca e indústria extrativa; o setor designado por “Utilidades” corresponde à eletricidade, gás e água.

3. Os coeficientes (elasticidades) da função de produção foram estimados usando o estimador de Levinsohn-Petrin (Levinsohn e Petrin, 2003), por forma a levar em conta a endogeneidade dos regressores (fatores de produção) e, deste modo, evitar a inconsistência dos estimadores.

O quadro 1 apresenta a importância relativa dos principais setores de atividade na base de dados (agricultura, indústria, construção, eletricidade gás e água, e serviços) em termos do valor bruto da produção (VBP), valor acrescentado bruto (VAB) e emprego (emp.). Note-se a pequena contribuição da agricultura para o total do emprego e valor acrescentado (cerca de 2%), enquanto a indústria representa à volta de 25% e o setor dos serviços em torno de 60%.⁴ Note-se também que o setor da construção perdeu cerca de 40% do seu peso no VAB agregado entre 2006 e 2015, reflexo do ajustamento estrutural que teve lugar neste setor, desde o início do século, e até recentemente. O quadro 1 também distingue entre serviços transacionáveis e serviços não transacionáveis. Os serviços transacionáveis representam cerca de 12% do total do VAB e correspondem a cerca de 20% do setor dos serviços.⁵

Decomposição da produtividade por tipo de empresa

Para identificar os contributos para a produtividade dos diversos tipos de empresas, e em linha com a literatura, decompõe-se a expressão para o crescimento da produtividade agregada, atrás apresentada, na soma das contribuições das três categorias de empresas que a cada momento podem ser identificadas nos dados: empresas incumbentes ou sobreviventes (empresas presentes nos dados nos períodos t e $t-1$), empresas novas ou entrantes (empresas que estão nos dados em t , não tendo estado em $t-1$) e empresas cessantes (empresas que estavam nos dados em $t-1$ mas já não em t).

Embora existam outras decomposições disponíveis na literatura, neste Tema em destaque, e por razões que serão explicadas mais à frente, apenas serão apresentados e discutidos os resultados da chamada decomposição dinâmica de Olley-Pakes, proposta por Melitz e Polanec (2015). Representem-se por S_t , E_t e X_t as categorias de empresas sobreviventes, entrantes e cessantes, no período t , respetivamente. Se designarmos por θ_{Rt} o peso agregado da categoria R e por P_{Rt} a produtividade média das empresas desta mesma categoria ($R = S_t, E_t, X_t$) a decomposição dinâmica de Olley-Pakes para o crescimento da produtividade pode escrever-se na forma:

$$\Delta P_t = \Delta \bar{P}_S + \Delta Cov_S + \theta_{E,t}(P_{E,t} - P_{S,t}) + \theta_{X,t-1}(P_{S,t-1} - P_{X,t-1})$$

onde $Cov_S = \sum_{i \in S} (\theta_{it} - \bar{\theta}_S)(p_{it} - \bar{P}_S)$, com $\bar{P}_S = (\frac{1}{N_S}) \sum_{i \in S} p_{it}$ e $\bar{\theta}_S = 1/N_S$, sendo N_S o número de empresas sobreviventes. \bar{P}_S representa a produtividade média não ponderada das empresas sobreviventes e $\bar{\theta}_S$ o peso médio destas mesmas empresas.⁶

Nesta decomposição, os dois primeiros termos representam o contributo para o crescimento da produtividade das empresas sobreviventes e mostram que as variações na produtividade ao longo do tempo para este tipo de empresas são dadas pela soma da variação da média não ponderada, $\Delta \bar{P}_S$ com a variação da “covariância”, ΔCov_S . Desta forma, as alterações na produtividade

4. De acordo com informação das Contas Nacionais, em 2010, a agricultura, indústria e serviços contribuíam com 2,3%, 13,8% e 73,8% para o PIB nacional, respetivamente. Portanto, a base de dados usada neste Tema em destaque surge como estando enviesada a favor da indústria e em desfavor dos serviços, o que não surpreende dado que não inclui informação sobre o setor público, o setor financeiro e o autoemprego.

5. A distinção entre serviços transacionáveis e não transacionáveis foi feita de acordo com o critério estabelecido em Amador e Soares (2012). Para além da indústria, os autores classificaram como transacionáveis todos os setores (ramos de atividade) para os quais o rácio das exportações sobre as vendas era superior a 15%.

6. O capítulo 5 deste *Boletim Económico* procede a uma decomposição do VAB por trabalhador entre contributos intrasectoriais e intersectoriais. Trata-se de uma análise que, embora tenha alguma analogia com a conduzida neste Tema em destaque, se distingue desta, por usar uma medida de produtividade diferente e ser baseada em dados agregados. Este Tema em destaque, como se disse, investiga a reafetação de recursos, com base em microdados e recorrendo à produtividade total dos fatores, como medida de produtividade.

das empresas sobreviventes são decompostas na soma de duas componentes: uma que capta deslocações na distribuição da produtividade (alterações na média não ponderada), designada habitualmente por efeito *within*, e uma outra que capta a reafetação dos fatores de produção entre empresas sobreviventes (alterações na "covariância"), habitualmente designada por efeito *between*. O efeito *within* pode ser visto como tendo origem na inovação ou criação de melhores e mais eficientes tecnologias, bem como na adoção de novas práticas de gestão por parte das empresas presentes no setor. Naturalmente que a inovação e adoção de novas técnicas exigem, em geral, investimentos em capital (tangível e/ou intangível). O efeito *between*, por sua vez, reflete o resultado da reafetação de recursos, nomeadamente capital e trabalho, de empresas menos produtivas para empresas mais produtivas presentes no setor.

O terceiro e quarto termos da decomposição representam os contributos para o crescimento da produtividade das empresas novas e das empresas cessantes, respetivamente. A contribuição das empresas novas, $\theta_{E,t}(P_{E,t} - P_{S,t})$, corresponde à variação na produtividade agregada, ΔP_t , que resulta de juntar ou remover o grupo das empresas novas. Identicamente para a contribuição das empresas cessantes, $\theta_{X,t-1}(P_{S,t-1} - P_{X,t-1})$. Desta forma, as empresas novas dão origem a uma variação positiva da produtividade se e só se tiverem produtividade, $P_{E,t}$, mais elevada do que a das empresas sobreviventes, no mesmo período em que a entrada ocorre (período t). Por sua vez, as empresas cessantes dão origem a uma variação positiva da produtividade se e só se tiverem produtividade, $P_{X,t-1}$, inferior à das empresas sobreviventes, $P_{S,t-1}$, no período em que a saída ocorre (período $t-1$).⁷

Os valores acumulados para o período 2006-2015 dos contributos para o crescimento da PTF dos três tipos de empresas identificados pela decomposição de Olley-Pakes encontram-se no quadro 2 (colunas (2) a (6)) e gráfico 1. Começando pela análise da produtividade das empresas sobreviventes, verificamos que a PTF apresenta uma evolução positiva na indústria e nos serviços não transacionáveis, mas muito negativa nos serviços transacionáveis. Uma análise pormenorizada da evolução anual permite concluir que a grande diferença de comportamento das empresas incumbentes nos serviços transacionáveis e não transacionáveis deriva sobretudo da forma como a produtividade nestes dois setores evoluiu durante a crise da dívida soberana portuguesa. A produtividade nos serviços transacionáveis caiu significativamente durante os anos 2011-2013 (-8,1%), enquanto nos serviços não transacionáveis a queda foi quase nula (-0,7%).

Um resultado importante diz respeito ao contributo das entradas (empresas novas) e saídas (empresas cessantes). A evolução da produtividade para o total da economia no período 2006-2015 é afetada muito negativamente pelo contributo das entradas e muito positivamente pela contribuição das saídas.⁸ O facto de as empresas novas apresentarem um contributo acumulado negativo e as empresas cessantes um contributo acumulado positivo significa, em face da decomposição dinâmica de Olley-Pakes, que as empresas novas e as empresas cessantes são, em média, menos produtivas que as empresas sobreviventes.

7. Na literatura podem ser encontradas decomposições alternativas (Foster, Haltiwanger e Krizan, 2001; Griliches e Regev, 1995) que se distinguem da decomposição dinâmica de Olley-Pakes não só pela forma como dividem o contributo das empresas sobreviventes entre efeitos *within* e *between*, mas também pela forma como medem o contributo das entradas e das saídas. Convirá, por isso, ter presente que os resultados apresentados neste Tema em destaque, no que diz respeito à contribuição dos efeitos *within* e *between* e das entradas e saídas, estão dependentes do tipo de decomposição utilizado.

8. Exercícios preliminares mostraram que a medida de produtividade utilizada neste Tema em destaque é muito errática no setor da eletricidade gás e água, apresentando variações anuais positivas e negativas para além de quaisquer limites de razoabilidade (por exemplo, +37,4% em 2007 e -14,2% em 2015) tornando, desta forma, impossível uma análise com algum significado. Por esta razão, na análise que se segue, o agregado "Total da economia", para além da indústria e serviços, inclui a agricultura e a construção, mas exclui o setor da eletricidade, gás e água.

Quadro 2 • Decomposição da produtividade agregada (contributos acumulados 2006-2015)

Setores	Empresas sobreviventes			Entrada	Saída	Entrada líquida	Reafetação total	Variação total
	<i>Within</i>	<i>Between</i>	Total					
(1)	(2)	(3)	(4)=(2)+(3)	(5)	(6)	(7)=(5)+(6)	(8)=(3)+(7)	(9)=(4)+(7)
Indústria	1,0	3,8	4,8	8,9	-6,6	2,4	6,2	7,2
Serviços transac.	-8,1	-1,7	-9,7	14,3	4,3	18,7	17,0	8,9
Serviços não transac.	3,8	-0,8	3,0	-26,8	18,6	-8,3	-9,1	-5,3
Total da Economia	0,5	-1,0	-0,5	-11,4	7,6	-3,8	-4,8	-4,3

Nota: O total da economia inclui também a agricultura e a construção, mas exclui o setor da eletricidade, gás e água. A medida de produtividade apresentada neste quadro corresponde à produtividade total dos fatores, calculada com base no valor bruto da produção das empresas individuais. Dada a forma como são agregadas as produtividades das empresas individuais, esta medida pode ser vista como representando a produtividade da “empresa típica” e não deve ser confundida com as medidas de produtividade habitualmente obtidas a partir dos agregados da contabilidade nacional, nomeadamente o valor acrescentado bruto por trabalhador.

Esta característica das empresas cessantes, acabada de documentar, está em linha com o que seria de esperar: empresas que saem do mercado são, em média, menos produtivas do que as empresas que sobrevivem. Há situações, todavia, em que o contrário poderá ocorrer. Devido à existência de restrições de crédito, muitas empresas com elevada produtividade poderão ser obrigadas a fechar, especialmente em situações de crise financeira (Hallward-Driemeier e Rijkers, 2013; Eslava et al., 2015). Já o resultado que sugere que as empresas novas são menos produtivas, em média, do que as empresas incumbentes, embora não seja o mais esperado à partida, é um resultado relativamente vulgar na literatura empírica.⁹ Note-se que neste exercício, como na grande maioria de exercícios semelhantes da literatura, são usados deflatores definidos ao nível do ramo de atividade (definido ao nível da CAE a 3 dígitos). Tal facto, como referido na caixa 1, pode levar à subestimação da produtividade para as empresas novas. Por esta razão, a evidência obtida neste exercício de que, em média, para o total da economia, as empresas novas são menos produtivas que as empresas incumbentes deve ser lida com algum cuidado.

A análise por setores de atividade mostra, todavia, diferenças significativas no que se refere ao contributo das entradas e saídas. Na indústria e nos serviços transacionáveis, as empresas novas surgem como mais produtivas que as empresas incumbentes, contribuindo positivamente para o crescimento setorial da PTF. Pelo contrário, as empresas novas surgem como menos produtivas que as incumbentes no setor dos serviços não transacionáveis, contribuindo negativamente para a evolução da produtividade neste setor.

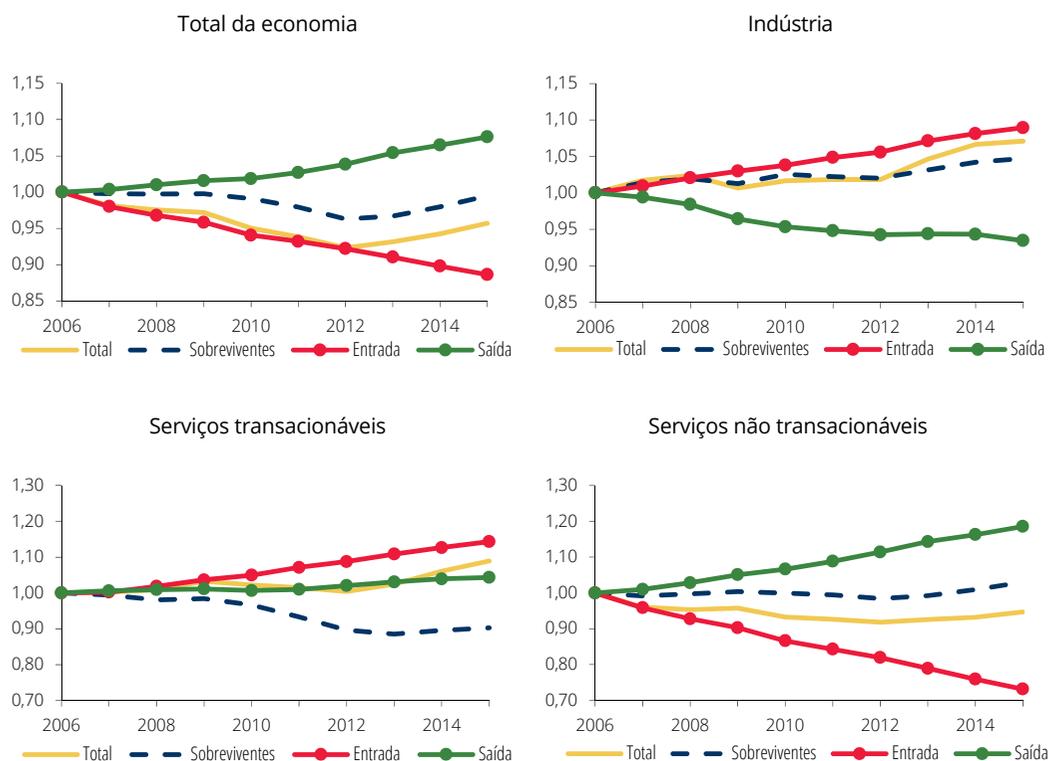
Globalmente, a semelhança do papel desempenhado pelas empresas novas na indústria e nos serviços transacionáveis deve ser enfatizado. Estas empresas surgem como mais produtivas do que as empresas incumbentes nestes dois setores (os quais, em conjunto, representam a quase totalidade do setor transacionável da economia), mas menos produtivas do que as incumbentes no setor não transacionável (serviços não transacionáveis).¹⁰ Também a contribuição das empresas cessantes

9. A evidência empírica sobre o contributo das entradas e saídas para o crescimento da produtividade, disponível para outros países, restringe-se quase exclusivamente ao setor da indústria e varia com a medida de produtividade e com o tipo de decomposição utilizadas. Por exemplo, Melitz e Polanec (2015) usam dados da indústria da Eslovénia e obtêm resultados qualitativamente iguais aos obtidos para Portugal. Quando usam uma medida de PTF e a decomposição dinâmica de Olley-Pakes, as empresas novas e as empresas cessantes surgem, em média, como mais produtivas do que as empresas sobreviventes. Resultado semelhante foi obtido por Hallward-Driemeier e Rijkers (2013) para a indústria na Indonésia. Mais recentemente, Foster, Grím e Haltiwanger (2016) usaram uma medida de PTF para dados da indústria dos EUA e concluíram que, pelo contrário, as empresas novas são em média menos produtivas do que as empresas incumbentes.

10. Esta conclusão é válida também para o setor agrícola e para o setor da construção. Na agricultura (transacionável) as empresas novas aparecem como mais produtivas do que as incumbentes, enquanto na construção (não transacionável) aparecem menos produtivas do que as empresas sobreviventes (ainda que apenas marginalmente).

para o crescimento da PTF é claramente menor no setor transacionável da economia (positiva, mas claramente menor nos serviços transacionáveis do que nos serviços não transacionáveis e mesmo negativa na indústria). A maior contribuição das entradas, bem como a menor contribuição das saídas no setor transacionável poderá ser associada ao maior grau de concorrência (internacional) a que este setor está sujeito, requerendo, por isso, níveis de PTF relativamente mais elevados para entrar e sobreviver no setor.¹¹

Gráfico 1 • Decomposição da produtividade por tipo de empresa



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

O papel da reafetação de fatores

A evolução da produtividade agregada depende não só do progresso técnico, mas também da utilização eficiente dos fatores produtivos. Por esta razão, a importância da reafetação de fatores de produção, como explicação para a evolução da produtividade tem sido um assunto bastante debatido na literatura. Em particular, alguma literatura recente sugere mesmo que o declínio da reafetação de fatores é importante para explicar o abrandamento da produtividade que teve lugar a partir do início deste século (Foster et al., 2017) o qual, por sua vez, se deverá a um aumento dos custos de ajustamento de fatores produtivos (Decker et al., 2017; Decker et al., 2018).

11. Note-se que no setor transacionável a sobrevivência das empresas depende da produtividade das empresas concorrentes a nível global, e não estritamente das empresas nacionais do mesmo setor.

O contributo total para o crescimento da produtividade resultante da reafetação de fatores é geralmente entendido como correspondendo à soma dos contributos provenientes da reafetação de fatores entre empresas incumbentes e dos contributos provenientes da entrada e saída de empresas.

Para medir o contributo da reafetação de recursos para o crescimento da produtividade envolvendo as empresas incumbentes, a literatura recorre habitualmente ao efeito *between*, calculado a partir das decomposições atrás mencionadas.¹² Todavia, a utilização de algumas destas decomposições para separar os contributos das empresas sobreviventes entre efeitos *within* e *between* tem sido criticado devido à ausência de um modelo teórico subjacente capaz de explicar a dinâmica de crescimento das empresas, nos termos assumidos por estas decomposições. Esta crítica, porém, não se aplica à decomposição de Olley-Pakes, facto que justifica a sua utilização neste Tema em destaque. Esta decomposição, como vimos, mede o efeito *between* através da covariância entre produtividade e dimensão da empresa. Muitos modelos teóricos que assumem a existência de empresas heterogéneas concluem que as empresas mais produtivas utilizam mais recursos (e produzem mais *output*) pelo que, numa situação de afetação ótima de recursos, a produtividade e a utilização de fatores deverão estar altamente correlacionados. Deste modo, uma correlação menos que perfeita entre produtividade e utilização de fatores pode ser vista como um sinal de uma afetação não eficiente de recursos entre as empresas, devido à presença na economia de distorções ou fricções idiossincráticas, isto é, cuja importância varia de empresa para empresa.¹³

Estes resultados teóricos referem-se, geralmente, a efeitos na covariância quando a PTF é usada como medida de produtividade. Todavia, Bartelsman, Haltiwanger e Scarpeta (2013) mostraram que, sob determinadas hipóteses, esta interpretação também é válida para a decomposição de Olley-Pakes aplicada à medida de produtividade agregada usada neste Tema em destaque (a produtividade-rendimento dos fatores, como explicado na Caixa 1).¹⁴

Um primeiro ponto importante a notar no quadro 2 (coluna (3)) é que a contribuição acumulada resultante da reafetação de fatores entre as empresas sobreviventes (efeito *between*) é positiva na indústria, mas negativa no setor dos serviços (transacionáveis e não transacionáveis), fazendo com que o seu efeito, acumulado ao longo do período, venha ligeiramente negativo para o total da economia (-1,0%). Por outras palavras, a PTF sugere que na indústria as empresas mais produtivas aumentaram o seu peso no mercado (medido em termos de fatores produtivos), com um correspondente aumento da PTF agregada, mas que o mesmo não sucedeu nos serviços.

No que se refere ao contributo da entrada líquida de empresas – soma dos contributos das entradas e saídas (coluna (7) do quadro 2) – como a discussão na secção anterior deixava antever, verifica-se um contributo positivo para o crescimento da PTF no setor transacionável (2,4 pp na indústria e

12. Em particular, a decomposição de Olley-Pakes tem sido largamente utilizada para estudar questões como as alterações na afetação de recursos (Olley e Pakes, 1996), diferenças de produtividade entre países (Bartelsman, Haltiwanger e Scarpeta, 2013), ou efeitos de reformas estruturais e liberalização de comércio sobre a produtividade e reafetação de recursos (Eslava et al., 2004; Eslava et al., 2013; Andrews e Cingano, 2012). Para as restantes decomposições podem citar-se, como exemplos de aplicação, Griffin e Odaki (2009), Hallward-Driemeier e Rijkers (2013), Foster, Haltiwanger e Krizan (2001).

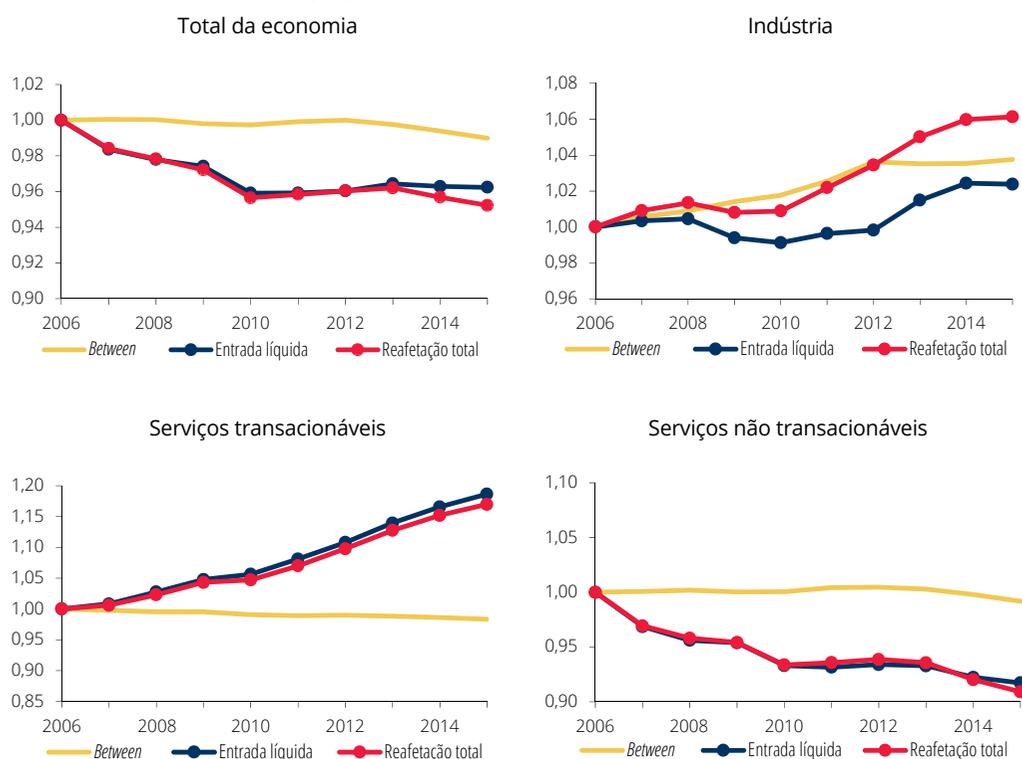
13. Esta perda de eficiência que reduz a produtividade agregada designa-se habitualmente na literatura por *misallocation*.

14. Este resultado é obtido pelos autores no contexto de um modelo que, para além de distorções idiossincráticas, inclui duas fricções importantes: custos de trabalho indiretos (*overhead labor*) e capital quase-fixo (*quasi-fixed capital*). Neste modelo, Bartelsman, Haltiwanger e Scarpeta (2013) mostraram que o termo covariância da decomposição Olley-Pakes diminui com um aumento na dispersão de distorções idiossincráticas (aumento da *misallocation*). Este resultado é de certa forma intuitivo, pois uma maior dispersão de distorções implica uma redução da covariância entre a PTF e a quantidade de fatores utilizados.

18,7 pp nos serviços transacionáveis), mas negativo no setor não transacionável (-8,3 pp), neste último caso, devido ao contributo fortemente negativo das entradas.

O gráfico 2 permite ver a evolução ao longo do tempo destes dois tipos de contributos, bem como da sua soma (reafetação total). A partir do quadro 2 (coluna 8) e do gráfico 2 é possível verificar que, globalmente, a reafetação total de recursos – soma dos efeitos *between* e da entrada líquida de empresas – teve um impacto claramente positivo para o crescimento da produtividade no setor transacionável (indústria e serviços transacionáveis), mas negativo nos serviços não transacionáveis. A evolução negativa da reafetação total neste último setor foi responsável não só pela evolução negativa da produtividade registada no próprio setor (coluna (9) do quadro 2), mas também pela evolução negativa da reafetação total registada para o total da economia (coluna (8) do mesmo quadro).

Gráfico 2 • Produtividade agregada – reafetação de fatores



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Um segundo resultado digno de nota, identificável no gráfico 2, é o de que o contributo da reafetação total de recursos acelerou (cresceu mais na indústria e serviços transacionáveis e travou a descida no setor dos serviços não transacionáveis) durante os anos da crise da dívida soberana em Portugal (2011-2013). Este efeito veio sobretudo do lado da entrada líquida de empresas, já que o aumento do contributo do efeito *between* foi muito pouco significativo.

Este aumento do contributo da reafetação total de fatores, durante os anos da crise, está em linha com a ideia de que as crises podem ter um efeito acelerador da produtividade (efeito de *cleansing*) no sentido em que aceleram o processo de destruição criadora (*creative destruction*), através do qual as empresas inovadoras e mais produtivas forçam a saída de empresas menos

produtivas.¹⁵ O facto de o efeito de reafetação ter abrandado ou mesmo diminuído após a crise sugere que o aumento da intensidade da reafetação de fatores, ou efeito de *cleansing*, foi apenas temporário, como se poderia esperar.

Considerações finais

Recorrendo ao uso de microdados, este Tema em destaque quantifica o contributo da reafetação de fatores produtivos para o crescimento da produtividade em Portugal, no período 2006-2015.

A evolução da produtividade neste período foi fortemente condicionada pelo contributo quer das empresas novas, que em cada ano entram em atividade, quer das empresas que cessam a sua atividade. As empresas novas surgem como mais produtivas do que as incumbentes no setor transacionável da economia (indústria e serviços transacionáveis), contribuindo positivamente para a produtividade neste setor, mas menos produtivas do que as empresas sobreviventes no setor não transacionável (serviços não transacionáveis). Por sua vez, o contributo para a produtividade das empresas cessantes é claramente menor no setor transacionável. A maior contribuição das entradas, bem como a menor contribuição das saídas no setor transacionável poderá estar associada ao maior grau de concorrência internacional a que este setor está sujeito, requerendo por isso, níveis de produtividade relativamente mais elevados para entrar e sobreviver no setor.

Globalmente, a reafetação total de recursos, que teve lugar não só entre as empresas sobreviventes, mas também através das entradas e saídas de empresas, teve um impacto claramente positivo para o crescimento da produtividade no setor transacionável (indústria e serviços transacionáveis), mas negativo nos serviços não transacionáveis. A evolução negativa da reafetação total neste último setor explica, só por si, a evolução negativa da produtividade registada no próprio setor, bem como o contributo negativo da reafetação total de fatores registada para o total da economia.

O contributo para a evolução da produtividade proveniente da reafetação de fatores aumentou durante os anos da crise da dívida soberana em Portugal (2011-2013), tendo desacelerado, ou mesmo diminuído, nos anos seguintes. O aumento do contributo da reafetação de fatores durante os anos da crise está em linha com a ideia de que as crises podem ter um efeito acelerador da produtividade, ao intensificarem o processo de reafetação que, nestes períodos de concorrência acrescida, leva as empresas mais produtivas a aumentarem o seu peso na economia em detrimento das empresas menos produtivas.

Os resultados obtidos neste Tema em destaque, pelo contraste que evidenciam entre o setor transacionável e não transacionável da economia, sugerem que a implementação de políticas que aumentem a concorrência no setor dos serviços não transacionáveis poderá, a prazo, ter implicações importantes para o crescimento da produtividade neste setor, provenientes não só de uma maior e melhor reafetação de recursos entre as empresas incumbentes, mas também do processo de entrada e saída de empresas.

Este estudo, baseado em microdados, pretende ser uma primeira aproximação às grandes tendências da reafetação de fatores nos três grandes setores de atividade – indústria, serviços transacionáveis e serviços não transacionáveis – que diferem no grau de exposição à concorrência internacional. Os resultados obtidos sugerem que poderá ser útil realizar um aprofundamento desta análise no futuro, procedendo a uma desagregação por ramos de atividade, por forma a identificar os motores das tendências identificadas neste Tema em destaque.

15. Este resultado é consistente com a evidência obtida recentemente em Dias e Marques (2018), que fazem uma análise semelhante no que respeita à reafetação de recursos em Portugal, durante os anos da crise da dívida soberana.

Caixa 1 • Produtividade quantidade *versus* produtividade rendimento

Como os preços ao nível das empresas não são geralmente observados, a produção em termos reais de cada empresa é obtida deflacionando a produção nominal da empresa por deflatores definidos ao nível do ramo ou setor de atividade. A implicação é que a medida de PTF obtida a partir da função de produção é uma medida de produtividade-rendimento e não uma medida de produtividade física ou de quantidade.

A produtividade rendimento, $PTFR_{it}$, define-se como o preço vezes a produtividade quantidade, isto é, $PTFR_{it} = P_{it}PTF_{it}$ onde P_{it} representa o preço da produção ao nível da empresa. Se usarmos um deflator definido ao nível do ramo ou setor, \bar{P}_t , para deflacionar a produção nominal, em vez de $\ln PTF_{it}$ na função de produção, obteremos $\ln PTFR_{it}^* = \ln((P_{it}PTF_{it})/\bar{P}_t)$, o que corresponde à produtividade-rendimento a menos de um fator de escala, \bar{P}_t , comum a todas as empresas do ramo ou setor.

Se, dentro de cada ramo ou setor, as empresas operam num ambiente de produtos diferenciados, é de esperar a existência de uma relação inversa entre a produtividade física (PTF) e o preço praticado pela empresa. Neste caso, a nossa medida de produtividade, obtida a partir da função de produção, tende a subestimar a produtividade física das empresas mais produtivas, porque estas empresas tendem a praticar preços mais baixos. Um fenómeno semelhante pode ocorrer com as empresas novas. A evidência na literatura (Foster, Haltiwanger e Syverson, 2008) sugere que estas tendem a praticar preços mais baixos do que as empresas antigas. Nesta situação, o uso de deflatores setoriais deprime a produção real das empresas novas relativamente à das empresas incumbentes e, deste modo, pode afetar o contributo destas empresas para a produtividade total.

Por outras palavras, a medida de PTF usada neste Tema em destaque deve ser interpretada como refletindo não só alterações de eficiência técnica, mas também outros fatores que afetam os preços ao nível da empresa, incluindo alterações do lado da procura.

Uma outra implicação resultante do uso de deflatores setoriais ocorre num ambiente de concorrência monopolista, onde a produção é dada por uma função de produção Cobb-Douglas com rendimentos constantes à escala, como no modelo considerado em Hsieh e Klenow (2009). Neste caso, alterações da eficiência (isto é alterações na produtividade física, PTF) dão origem a uma redução proporcional no preço da produção e, em equilíbrio, a uma produtividade rendimento (PTFR) igual para todas as empresas do setor. Numa situação destas, diferenças na PTFR entre as empresas do mesmo setor são sinal de uma deficiente afetação de recursos (*misallocation*) resultante de distorções sobre os preços dos fatores de produção e/ou de fricções, tais como custos de ajustamento dos fatores ou rigidez de preços no mercado do produto. Empresas com PTFR mais alta são vistas como enfrentando distorções mais elevadas, pelo que alterações na PTFR poderão resultar quer de alterações na PTF, quer de alterações nas distorções (ou custos de ajustamento). Estes são aspetos importantes que interessa ter presentes aquando da avaliação e interpretação de alguns dos resultados apresentados neste Tema em destaque.

Referências

- Adler, G., Duval, R., Furceri, D., C, elik, S. K., Koloskova, K. e Poplawski-Ribeiro, M. (2017). "Gone with the Headwinds: Global productivity", *Staff Discussion Note SDN/17/04*, IMF.
- Amador, J. e Soares, A. C. (2012). "Competition in the Portuguese economy: An overview of classical indicators", *Working Paper 8*, Banco de Portugal.
- Andrews, D. e Cingano, F. (2012). "Public policy and resource allocation: Evidence from firms in OECD countries", *Economic Department Working Papers 996*, OECD.
- Baily, M., Hulten, C. e Campnell, D. (1992). "Productivity dynamics in manufacturing plants", *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 4, 187–267.
- Bartelsman, E. e Dhrymes, P. J. (1998). "Productivity dynamics: U.S. manufacturing plants, 1972-1986", *Journal of Productivity Analysis*, 9, 5–34.
- Bartelsman, E., Haltiwanger, J. e Scarpetta, S. (2013). "Cross-country difference in productivity: The role of allocation and selection", *American Economic Review*, 103(1), 305–334.
- Byrne, D. M., Fernald, J. G. e Reinsdorf, M. B. (2016). "Does the United States have a productivity slowdown or a measurement problem?", *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 109–182.
- Decker, R. A., Haltiwanger, J., Jarmin, R. S. e Miranda, J. (2017). "Declining dynamism, allocative efficiency and the productivity slowdown", *American Economic Review*, 107(5), 322–326.
- Decker, R. A., Haltiwanger, J., Jarmin, R. S. e Miranda, J. (2018). "Changing business dynamism and productivity: Shoks vs. responsiveness", *Working paper No. 24236*, NBER.
- Dias, D. A. e Marques, C. R. (2018). "Every cloud has a silver lining: Micro-level evidence on the cleansing effects of the Portuguese financial crisis", *Working Paper 18*, Banco de Portugal.
- Dias, D. A., Marques, C. R. e Richmond, C. (2016a). "Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis", *Journal of Macroeconomics*, 49, 46–70.
- Dias, D. A., Marques, C. R. e Richmond, C. (2016b). "A tale of two sectors: why is misallocation higher in services than in manufacturing?", *Working Paper 14*, Banco de Portugal.
- Duval, R., Hong, G. H. e Timmer, Y. (2017). "Financial frictions and the great productivity slowdown", *Working Paper Series 129/2017*, IMF.
- ECB (2017). "The slowdown in euro area productivity in a global context", *Economic Bulletin 3/2017*, European Central Bank.
- Eslava, M., Galindo, A., Hofstetter, M. e Izquierdo, A. (2015). "Scarring recessions and credit constraints: Evidence from Colombian plant dynamics", manuscrito.
- Eslava, M., Haltiwanger, J., Kugler, A. e Kugler, M. (2004). "The effects of structural reforms on productivity and profitability enhancing reallocation: Evidence from Colombia", *NBER Working Papers 10367*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Eslava, M., Haltiwanger, J., Kugler, A. e Kugler, M. (2013). "Trade and market selection: Evidence from manufacturing plants in Colombia", *Review of Economic Dynamics*, 16(1), 135–158. Special issue: Misallocation and Productivity.
- Foster, L., Grim, C. e Haltiwanger, J. (2016). "Reallocation in the great recession: Cleansing or not?", *Journal of Labor Economics*, 34(S1), S293–S331.

- Foster, L., Grim, C., Haltiwanger, J. e Wolf, Z. (2017). "Macro and micro dynamics of productivity: From devilish details to insights", *Working paper No. 23666*, NBER.
- Foster, L., Haltiwanger, J. e Krizan, C. J. (2001). "Aggregate productivity growth: Lessons from microeconomic evidence". In Carles R. Hulten, Edward R. Dean, and Michael J. Harper (ed.), *New Developments in Productivity Analysis*, Chicago and London: University of Chicago Press, chapter 8, pp. 303–372.
- Foster, L., Haltiwanger, J. e Syverson, C. (2008). "Reallocation, firm turnover, and efficiency: Selection on productivity or profitability?", 98, 394–425.
- Griffin, N. N. e Odaki, K. (2009). "Reallocation and productivity growth in Japan: revisiting the lost decade of the 1990s", *Journal of Productivity Analysis*, 31(2), 125–136.
- Griliches, Z. e Regev, H. (1995). "Firm productivity in Israeli industry 1979–1988", *Journal of Econometrics*, 65(1), 175–203.
- Hallward-Driemeier, M. e Rijkers, B. (2013). "Do crises catalyze creative destruction? Firm-level evidence from Indonesia", *The Review of Economics and Statistics*, 95(5), 1788–1810.
- Hsieh, C.-T. e Klenow, P. J. (2009). "Misallocation and manufacturing TFP in China and India", *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1403–1448.
- Levinsohn, J. e Petrin, A. (2003). "Estimating production functions using inputs to control for unobservables", *The Review of Economic Studies*, 70(2), 317–341.
- Liu, L. e Tybout, J. R. (1996). "Productivity growth in Chile and Colombia: The role of entry, exit, and learning". In: *Industrial Evolution in Developing Countries*, Mark J. Roberts and James R. Tybout (ed.), Oxford University Press, chapter 4, pp. 73–103.
- Melitz, M. J. e Polanec, S. (2015). "Dynamic Olley-Pakes productivity decomposition with entry and exit", *The RAND Journal of Economics* 46(2), 362–375.
- OECD (2015). "The future of productivity", Organization for Economic Co-operation and Development, Paris.
- Olley, G. S. e Pakes, A. (1996). "The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry", *Econometrica*, 64(6), 1263–1297.
- Osborne, J. W. (2002). "Notes on the use of data transformation", *Practical Assessment, Research and Evaluation*, 8(6).
- Osborne, J. W. e Overbay, A. (2004). "The power of outliers (and why researchers should always check for them)", *Practical Assessment, Research and Evaluation*, 9(6).

