

# Boletim Económico

Outubro 2019



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA

# Boletim Económico

Outubro 2019

Versão atualizada a 11 de outubro de 2019.



**BANCO DE PORTUGAL**  
EUROSISTEMA

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



# Índice

## I A economia portuguesa na primeira metade de 2019 | 5

1 Apresentação | 7

2 Enquadramento internacional | 9

3 Condições monetárias e financeiras | 17

3.1 Área do euro | 17

Caixa 1 • As extensões recentes da *forward guidance* do BCE e as expectativas de analistas económicos quanto à evolução das taxas de juro | 20

3.2 Portugal | 24

Caixa 2 • Investimento e endividamento das empresas portuguesas | 33

4 Política e situação orçamental | 36

5 Oferta | 40

Caixa 3 • O contributo dos estrangeiros para a evolução da população ativa em Portugal | 50

Caixa 4 • As práticas de gestão em Portugal numa perspetiva internacional | 54

6 Procura | 57

Caixa 5 • Revisão das estatísticas de contas nacionais e da balança de pagamentos | 64

Caixa 6 • A produção automóvel em Portugal: caracterização, evolução recente e desafios | 69

7 Preços | 72

8 Balança de pagamentos | 77

## II Projeções para a economia portuguesa em 2019 | 81

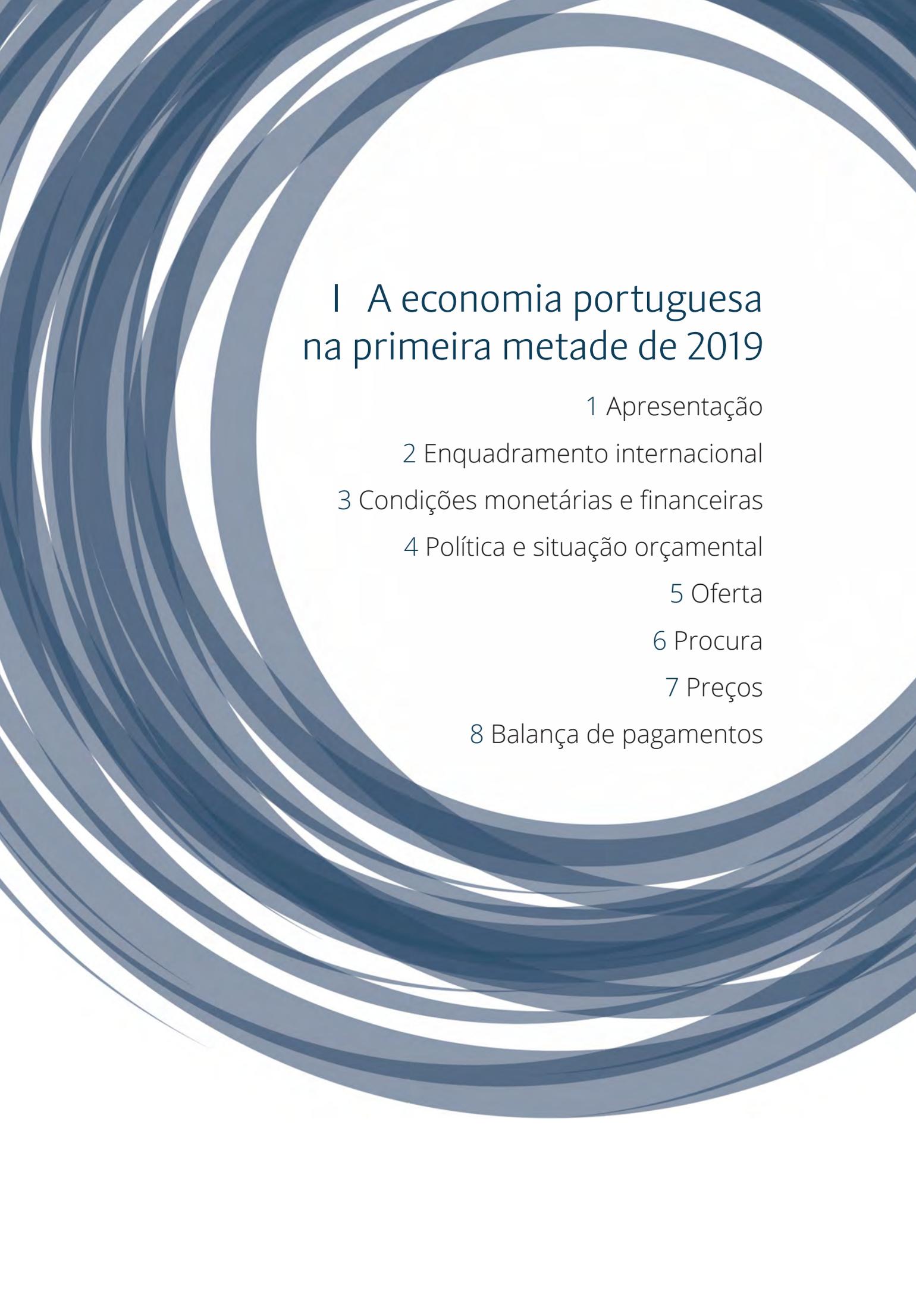
## III Tema em destaque | 89

A convergência real na União Europeia e o desempenho relativo da economia portuguesa | 91

Caixa 1 • Descrição dos dados e fontes | 107

Caixa 2 • Convergência regional em Portugal | 108





# I A economia portuguesa na primeira metade de 2019

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 2019 a economia portuguesa desacelerou ligeiramente, apesar de continuar a crescer a um ritmo superior ao da área do euro. Este diferencial de crescimento positivo observado desde 2016 deve ser enquadrado numa perspetiva mais longa. De facto, durante os últimos 25 anos o PIB *per capita* português não se aproximou dos valores médios observados na União Europeia (UE). Este *Boletim Económico* centra a sua análise no desempenho da economia portuguesa na primeira metade de 2019 (Parte I). Esta análise é complementada com uma avaliação das projeções para o conjunto do ano (Parte II) e por uma apreciação aprofundada da convergência real na UE e do desempenho relativo da economia portuguesa nas últimas décadas (Parte III). Deste modo, o boletim avalia os desenvolvimentos recentes da economia portuguesa, num contexto de elevada incerteza a nível internacional, e tendo presentes algumas fragilidades que têm condicionado a sua convergência real. O boletim já incorpora as novas séries de contas nacionais divulgadas pelo INE a 23 de setembro (Caixa 5).

No primeiro semestre de 2019 o produto interno bruto (PIB) manteve a trajetória de desaceleração observada desde meados de 2017, crescendo 2,0%, em termos homólogos (2,4% no conjunto de 2018). Contudo, a atividade económica em Portugal manteve alguma resiliência quando comparada com a evolução no conjunto da área do euro, onde se observou um abrandamento mais acentuado nos últimos trimestres.

A desaceleração do PIB em Portugal reflete a evolução da procura externa, num contexto em que o crescimento da procura interna se manteve globalmente estável. O arrefecimento da procura externa foi determinado pela desaceleração da atividade económica e do comércio mundial, num enquadramento externo marcado pelo aumento da incerteza e do protecionismo. As exportações registaram um crescimento inferior ao observado em anos anteriores, apesar de o desempenho ter sido melhor do que o observado na segunda metade de 2018. Neste quadro, as exportações portuguesas voltaram a registar ganhos de quota de mercado, associados à evolução particularmente positiva das exportações de automóveis e do turismo. Por seu turno, as importações registaram um crescimento superior ao das exportações, o que se traduziu numa deterioração do saldo da balança de bens e serviços.

Como referido, o crescimento da procura interna manteve-se estável na primeira metade de 2019, conjugando, por um lado, um abrandamento do consumo privado e público e, por outro, uma forte aceleração do investimento. A evolução do investimento teve subjacente um importante contributo das componentes associadas a máquinas e equipamento e à construção, esta última associada em parte a projetos de infraestruturas de grande dimensão. Simultaneamente, os fluxos de crédito a empresas não financeiras recuperaram, em particular no setor da construção e atividades imobiliárias. O crescimento do crédito a empresas correspondeu essencialmente a financiamento junto de não residentes.

Apesar de o enquadramento macroeconómico internacional criar alguma incerteza quanto à evolução futura da economia portuguesa, as condições monetárias e financeiras a nível internacional permanecem favoráveis, traduzindo-se em custos de financiamento historicamente baixos. O Banco Central Europeu (BCE) reforçou o compromisso de manutenção das taxas de juro em níveis reduzidos nos próximos anos, tendo adotado um vasto conjunto de medidas de estímulo monetário em setembro. Este enquadramento tem-se repercutido em taxas de juro muito baixas no mercado de crédito. Não obstante, a trajetória de desalavancagem de empresas e particulares tem prosseguido, apesar de se observar uma recuperação do crédito em ambos os segmentos.

O setor das administrações públicas deverá também manter a trajetória de desalavancagem apesar de, tal como no setor privado não financeiro, o nível de endividamento continuar a ser significativamente superior ao da média da área do euro. No primeiro semestre observou-se uma diminuição do défice das administrações públicas face ao período homólogo, tornando o objetivo oficial para o conjunto do ano claramente alcançável. No quadro de um excedente primário significativo e de uma taxa de juro média do *stock* da dívida inferior ao crescimento nominal da economia, a dívida pública em percentagem do PIB deverá continuar a diminuir.

O crescimento da economia portuguesa ao longo dos últimos anos tem-se refletido numa melhoria dos principais indicadores do mercado de trabalho. A taxa de desemprego continuou a diminuir em 2019, situando-se num nível inferior ao observado na área do euro. O aumento do emprego tem-se centrado nos trabalhadores mais qualificados. Os trabalhadores estrangeiros têm contribuído para este crescimento, contrariando os efeitos negativos do envelhecimento da população sobre a população ativa. A produtividade por trabalhador registou um ligeiro aumento na primeira metade do ano, apesar de ainda subsistir um diferencial significativo face aos valores médios da área do euro.

Na Parte II deste *Boletim Económico* são apresentadas as projeções para a economia portuguesa para o conjunto de 2019. Na segunda metade de 2019, a economia portuguesa deverá registar uma relativa estabilização do crescimento, avaliado em termos homólogos, num quadro de manutenção do dinamismo do consumo privado e das exportações e de desaceleração da formação bruta de capital fixo.

Esta evolução da atividade encontra-se sujeita a riscos predominantemente descendentes, essencialmente de natureza externa. Dada a elevada incerteza a nível global, pode ocorrer uma deterioração do enquadramento externo mais adversa do que o atualmente estimado para a segunda metade do ano. Tal poderá resultar de um arrefecimento nos principais mercados de exportação, da intensificação das tendências protecionistas, dos moldes em que possa ocorrer a saída do Reino Unido da União Europeia ou de um agravamento das tensões geopolíticas.

Este *Boletim Económico* inclui, na Parte III, um Tema em destaque sobre a convergência real na UE e o desempenho relativo da economia portuguesa. A análise mostra que não se verificou uma aproximação do PIB *per capita* em Portugal aos níveis observados na média da UE nos últimos 25 anos, o que contrasta com os progressos significativos na convergência real da economia portuguesa observados no período 1960-1995. Este resultado está essencialmente associado à manutenção de uma evolução relativa desfavorável da produtividade total dos fatores nas duas últimas décadas – refletindo a persistência de debilidades do enquadramento institucional e no funcionamento dos mercados – no contexto de uma redução do contributo do *stock* de capital por trabalhador para a convergência. Saliente-se que, ao longo de todo o período analisado, a melhoria dos níveis de qualificação da força de trabalho em Portugal contribuiu para diminuir o diferencial do PIB *per capita* face à UE.

A análise efetuada neste boletim inclui vários instrumentos analíticos que podem ser úteis para uma reflexão sobre como ultrapassar algumas das vulnerabilidades identificadas. Os estímulos associados à política monetária têm sido importantes para assegurar custos de financiamento historicamente reduzidos, mas a margem para aumentar o grau de acomodação monetária é limitada (Caixa 1). Em Portugal, os níveis de endividamento nos setores público e privado continuam a posicionar-se entre os mais elevados da União Europeia (Caixa 2). Este contexto coloca limites incontornáveis à capacidade de atuação da política monetária e da política orçamental. Os desafios associados ao envelhecimento da população são também proeminentes, sendo importante, *inter alia*, reforçar a atratividade e a capacidade de retenção de trabalhadores jovens, em geral mais qualificados do que as gerações anteriores (Caixa 3). Adicionalmente, a produtividade tem de continuar a ser reforçada, verificando-se que existem significativas margens de progresso em termos da qualidade da gestão, em particular nas empresas de menor dimensão (Caixa 4). Por último, os setores expostos à concorrência internacional tendem a ser, quase por definição, dos mais competitivos da economia portuguesa, sendo necessário promover um enquadramento institucional adequado para assegurar essa competitividade, em particular num enquadramento externo mais incerto (Caixa 6).

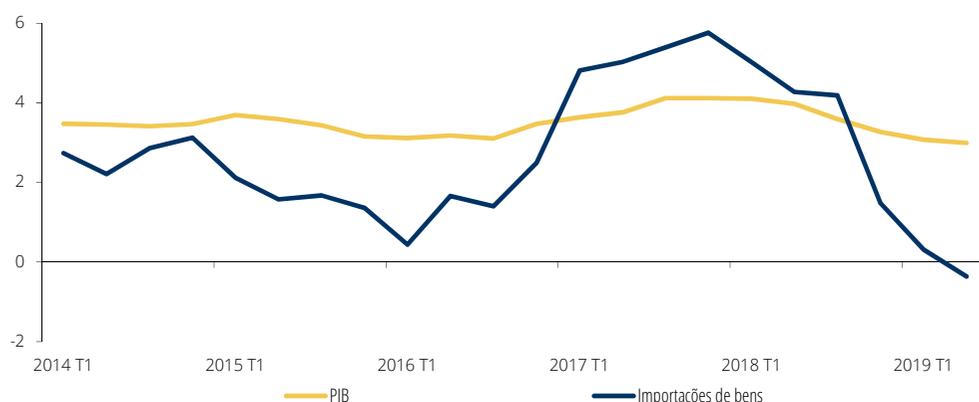
Em termos globais, a atual conjuntura de crescimento económico da economia portuguesa insere-se num contexto de deterioração do enquadramento internacional e de elevada incerteza. Tal implica que este momento deve ser entendido como uma janela de oportunidade para reforçar políticas e reformas estruturais que contribuam para a correção de algumas das principais debilidades da economia portuguesa. Os progressos em termos de capital humano, capital por trabalhador e enquadramento institucional são cruciais para promover uma retoma duradoura e expressiva da convergência dos níveis de rendimento dos portugueses para a média europeia, mas também para assegurar a resiliência e reduzir a exposição e vulnerabilidade da economia a riscos externos.

## 2 Enquadramento internacional

... A atividade económica global desacelerou no primeiro semestre de 2019

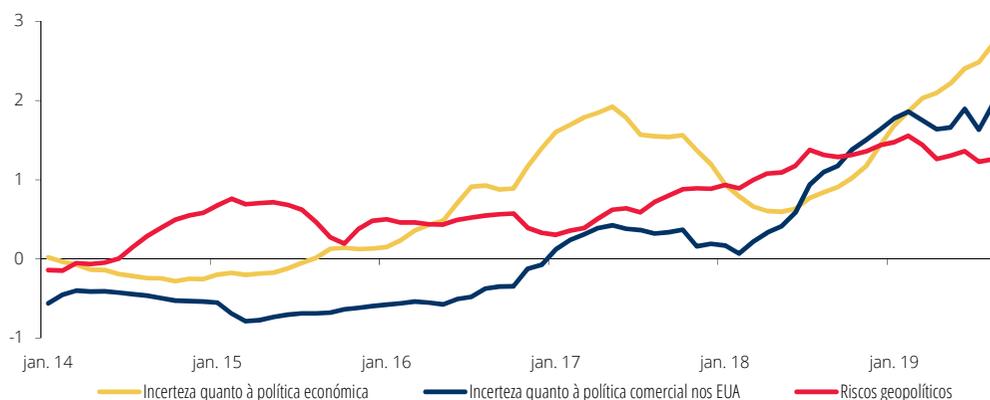
A redução do ritmo de expansão da economia mundial observada ao longo de 2018 prolongou-se na primeira metade de 2019 (Gráfico I.2.1), em particular nos setores mais expostos ao comércio internacional. Num quadro de tensões comerciais e de elevada incerteza política e económica, a atividade na indústria transformadora abrandou de uma forma generalizada, mas o crescimento da atividade no setor dos serviços manteve-se resiliente (Gráfico I.2.2). A evolução dos fluxos de produção retrata, na ótica da despesa, uma desaceleração pronunciada do investimento e uma maior sustentação do consumo privado. A situação no mercado de trabalho permaneceu relativamente benigna e as condições financeiras continuaram favoráveis, beneficiando de uma orientação mais acomodatória da política monetária por parte dos principais bancos centrais nas economias avançadas.

**Gráfico I.2.1 • PIB e comércio mundial | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



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

**Gráfico I.2.2 • Incerteza global | Z-score, média móvel de 12 meses vs. média histórica**



Fonte: [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com) (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Z-score corresponde ao resultado da divisão da diferença entre o valor do índice e a média da amostra pelo desvio padrão da amostra. Dados desde 1985 (1997 para a incerteza quanto à política do económica). Indicadores baseados na frequência de palavras em jornais relacionadas com incerteza quanto à política económica, política comercial ou tensões geopolíticas (militares, nucleares, guerras e terrorismo). Um valor acima (abaixo) de zero significa que a incerteza/riscos nos últimos 12 meses estiveram acima (abaixo) da média histórica.

## ... O comércio mundial de bens desacelerou de forma mais marcada do que a atividade económica

As importações mundiais de bens apresentaram uma ligeira queda em termos homólogos no segundo trimestre de 2019. A evolução do comércio mundial tem sido condicionada pelo abrandamento das componentes da despesa mais intensivas em importações, nomeadamente do investimento, a que se junta o efeito negativo do aumento do protecionismo comercial. Após os aumentos registados em 2018, as tarifas aplicadas pelos Estados Unidos a produtos oriundos da China aumentaram novamente em maio e setembro, a que se seguiu uma retaliação por parte da China. A incerteza quanto ao enquadramento futuro do comércio mundial continua a ser significativa. Por um lado, permanece a ameaça de uma intensificação das tensões comerciais entre os EUA e a China, bem como com outros importantes parceiros comerciais. Por outro lado, acresce a incerteza em relação à saída do Reino Unido da UE. Esta incerteza tem condicionado as decisões de longo prazo dos agentes económicos, com reflexo designadamente em termos de investimento.

## ... O preço internacional do petróleo em 2019 foi condicionado principalmente por restrições do lado da oferta

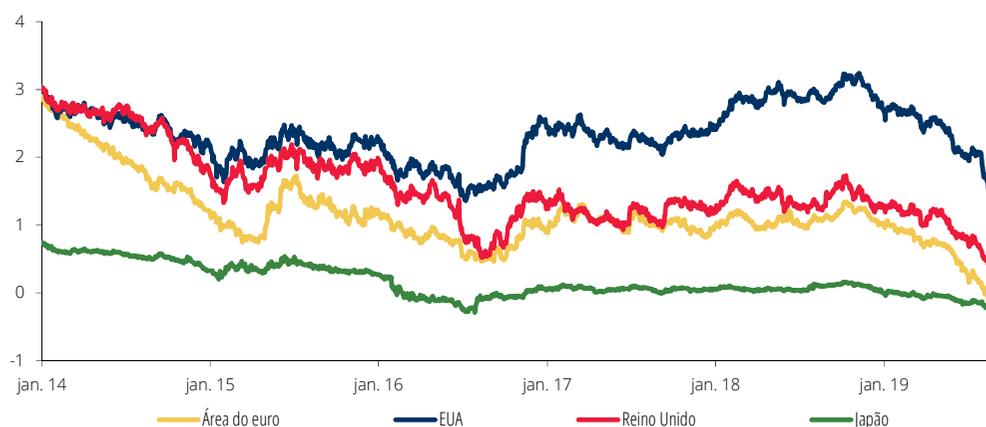
Após as quedas acentuadas nos últimos meses de 2018, o preço do petróleo manteve uma trajetória ascendente até meados de maio, num contexto em que predominaram restrições do lado da oferta, nomeadamente os cortes na produção na primeira metade de 2019 acordados entre os países da OPEP e outros produtores (OPEC +), as sanções ao Irão e os conflitos políticos na Venezuela e na Líbia. Entre meados de maio e meados de junho, as perspetivas menos favoráveis para a economia global e o contexto de elevada incerteza motivaram uma revisão em baixa da procura de petróleo e contribuíram para uma correção parcial nos preços. Desde essa altura, o preço do petróleo manteve alguma sustentação. No entanto, o agravamento das tensões comerciais entre os EUA e a China em Agosto contribuiu para uma nova queda dos preços do petróleo. No final de agosto, o preço do petróleo situava-se em 59 USD/barril (aproximadamente 54 EUR/barril), cerca de 11% acima do observado no final de 2018 (16% em EUR). Não obstante esta evolução, o preço do petróleo nos primeiros oito meses de 2019 situou-se em média abaixo do período homólogo (cerca de -9% em USD e -4% em EUR).

## ... A recuperação nos mercados financeiros internacionais foi perturbada episodicamente pela intensificação das tensões comerciais

Depois das perturbações observadas nos últimos meses de 2018, as condições nos mercados financeiros internacionais melhoraram em 2019. Esta evolução beneficiou de um acordo entre os EUA e a China em dezembro de 2018, que permitiu algum alívio nas tensões comerciais nos primeiros meses do ano, e de uma orientação mais acomodatória da política monetária nas principais economias avançadas. A intensificação das tensões comerciais e os aumentos de tarifas ocorridos em maio provocaram uma deterioração do sentimento nos mercados financeiros e conduziram a movimentos motivados por maior aversão ao risco. Essas perturbações foram mitigadas a partir de junho, influenciadas pelo reforço das expectativas de descida das taxas de juro pela Reserva Federal dos EUA, pela extensão da *forward guidance* do BCE (Caixa 1) e pela expectativa de decisões adicionais de acomodação monetária na área do euro. No entanto, o novo agravamento das tensões comerciais em agosto suscitou um novo episódio de deterioração do sentimento nos mercados financeiros.

Os principais índices acionistas registaram uma valorização desde finais de 2018 até ao final de agosto. As valorizações mais significativas ocorreram nos EUA e na área do euro (cerca de 17% e 13%, respetivamente). As taxas de juro da dívida pública nas principais economias avançadas diminuíram para níveis bastante baixos (Gráfico I.2.3). Na área do euro, as taxas de juro de dívida pública encontram-se em mínimos históricos. A taxa de rendibilidade da dívida pública a 10 anos na área do euro era negativa no final de agosto e verificou-se um estreitamento dos diferenciais da dívida pública de alguns países da área do euro face à dívida alemã. No mercado cambial, entre o final de 2018 e o final de agosto, o euro manteve-se relativamente estável em termos nominais efetivos (depreciação de 0,7%). O dólar apreciou cerca de 2%, influenciado em grande medida por movimentos de maior aversão ao risco. A libra esterlina depreciou cerca de 2%, influenciada pela evolução do processo político no Reino Unido e pela perspetiva de uma saída da UE sem acordo. Os aumentos de tarifas e consequente recrudescimento das tensões entre os EUA e a China pesaram na evolução do renmimbi que, no mesmo período, depreciou cerca de 2%.

**Gráfico I.2.3 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos | Percentagem**



Fontes: BCE e Bloomberg.

## As economias de fora da área do euro desaceleraram no primeiro semestre

Nos EUA, o PIB manteve um ritmo de crescimento robusto no primeiro semestre (2,5% em termos homólogos), embora abaixo do registado no decurso de 2018 (2,9% no conjunto do ano). Depois de alguma perturbação no início do ano resultante do encerramento dos serviços públicos e da deterioração da confiança dos consumidores, o consumo privado sustentou o crescimento da atividade, num contexto de continuação da situação muito positiva no mercado de trabalho. No entanto, o crescimento económico tem sido afetado pelo aumento de tarifas com a China e pelo clima de incerteza criado pela possibilidade de medidas protecionistas adicionais. O investimento empresarial continuou fraco e as exportações caíram face ao período homólogo. No que se refere à inflação, a variação homóloga do deflator do consumo privado diminuiu de 1,8% em dezembro de 2018 para 1,4% em julho de 2019 (excluindo os bens energéticos e alimentares, que são mais voláteis, a diminuição foi de 2,0% para 1,6%). A comunicação do Federal Open Market Committee (FOMC) no decurso da primeira metade de 2019 sugeriu que o processo de normalização da política monetária estaria quase completo. Em julho, no contexto de baixas pressões inflacionistas e de incerteza quanto às implicações dos desenvolvimentos globais para as perspetivas económicas, o FOMC reduziu as taxas de referência da política monetária em 25 pb.

A atividade económica no Reino Unido, o principal parceiro comercial de Portugal fora da área do euro, registou alguma volatilidade na primeira metade de 2019. Esta volatilidade esteve associada com a significativa acumulação de existências no primeiro trimestre, relacionada com a proximidade da data-limite inicialmente prevista para a saída da UE (final de março). Face ao trimestre anterior, o PIB cresceu 0,5% no primeiro trimestre e diminuiu 0,2% no seguinte. O crescimento tem-se mantido relativamente fraco desde 2018 (1,4% no conjunto do ano), afetado pela incerteza crescente quanto à saída da UE e pela desaceleração da procura mundial. A contribuição da formação bruta de capital fixo (FBCF) empresarial e das exportações líquidas tem sido muito fraca, enquanto o consumo privado se manteve relativamente resiliente (1,7% no primeiro semestre, em termos homólogos). A situação no mercado de trabalho continuou favorável e o crescimento dos salários manteve-se relativamente forte. A inflação (medida pelo índice de preços no consumidor – IPC) foi de 2,0% em julho e a inflação subjacente (excluindo bens energéticos e alimentares) foi de 1,9%. As perspetivas para o Reino Unido dependem crucialmente de como as negociações quanto à saída da UE evoluírem. Nos últimos meses observou-se um aumento da probabilidade de uma saída sem acordo da UE, o que contribuiu para uma acentuada depreciação da taxa de câmbio da libra esterlina. Este cenário poderá suscitar quedas substanciais no PIB e nas importações do Reino Unido, tendo em conta o efeito conjunto de perturbações comerciais e financeiras e do aumento da incerteza.<sup>1</sup>

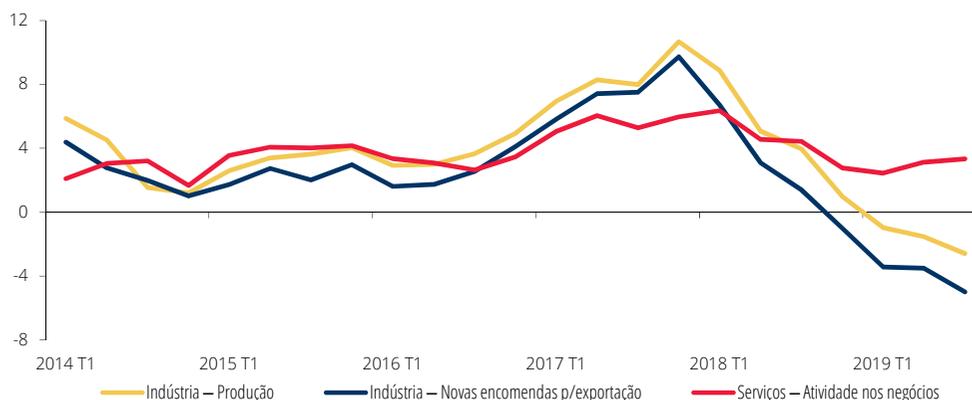
No que se refere às economias de mercado emergentes com maior importância no comércio externo português, destaca-se a continuação do processo de gradual desaceleração da economia chinesa (o PIB aumentou 6,2% em termos homólogos no segundo trimestre de 2019, face a 6,4% no final de 2018). O crescimento económico tem sido afetado pelo aumento das tensões comerciais, mas beneficiou de medidas de estímulo monetário e orçamental, incluindo reduções de impostos e aumento das despesas em infraestruturas. Em qualquer caso, estas medidas têm sido enquadradas por políticas focadas na contenção da dívida dos agentes económicos, que se encontra ainda num nível bastante elevado, em particular o crédito às empresas não financeiras. No Brasil, a atividade económica continuou a ser significativamente afetada pela incerteza quanto à política económica. O crescimento do PIB manteve-se fraco no primeiro semestre (0,7% em termos homólogos).

## ⋮ O ritmo de expansão da atividade na área do euro foi baixo na primeira metade de 2019

Depois de uma recuperação temporária no primeiro trimestre, o PIB da área do euro abrandou novamente no segundo trimestre (de 0,4 para 0,2%, em taxa de variação em cadeia). O crescimento homólogo no primeiro semestre situou-se em 1,2% (1,9% no conjunto de 2018). A aceleração no primeiro trimestre deveu-se essencialmente a fatores temporários que afetaram a atividade, nomeadamente um bom desempenho da construção e das vendas de automóveis. A divergência entre os setores da indústria e dos serviços tem sido evidente na área do euro (Gráfico I.2.4). O ritmo de crescimento do valor acrescentado bruto na indústria diminuiu significativamente desde o início de 2018, enquanto nos serviços se tem mantido num nível sustentado, ainda que mais moderado (no segundo trimestre a taxa de variação homóloga nos dois setores foi de, respetivamente, -1,3% e 1,6%). Depois de ultrapassadas as perturbações na produção industrial ocorridas na segunda metade do ano passado, associadas à entrada em vigor de um novo regime de testes às emissões de dióxido de carbono no setor automóvel, a produção na indústria manteve-se fraca em 2019, em grande medida em resultado do enfraquecimento da procura mundial (Caixa 6).

1. Veja-se, por exemplo, a caixa 1 “Desenvolvimentos no processo de saída da União Europeia (*Brexit*) e o seu impacto no Reino Unido”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*, maio de 2019.

Gráfico I.2.4 • *Purchasing Managers' Index* na área do euro | Índice de difusão, desvios face a 50



Fonte: IHS Markit (cálculos do banco de Portugal). | Nota: Indústria transformadora. O terceiro trimestre de 2019 corresponde à média de julho e agosto.

Na ótica da despesa, o contributo da procura interna para o crescimento do PIB manteve-se relativamente estável, enquanto o contributo das exportações líquidas foi fraco. O crescimento do emprego na área do euro permaneceu robusto, mas evidenciou alguma desaceleração no primeiro semestre de 2019 (1,3% em termos homólogos, face a 1,5% em 2018). No entanto, o emprego nas indústrias mais orientadas para a exportação desacelerou significativamente. A taxa de desemprego diminuiu para um nível próximo dos mínimos históricos (7,5% em julho). A persistência de uma situação desfavorável no setor industrial pode vir a afetar o mercado de trabalho e constitui um risco descendente para a procura interna e para a atividade no setor de serviços.

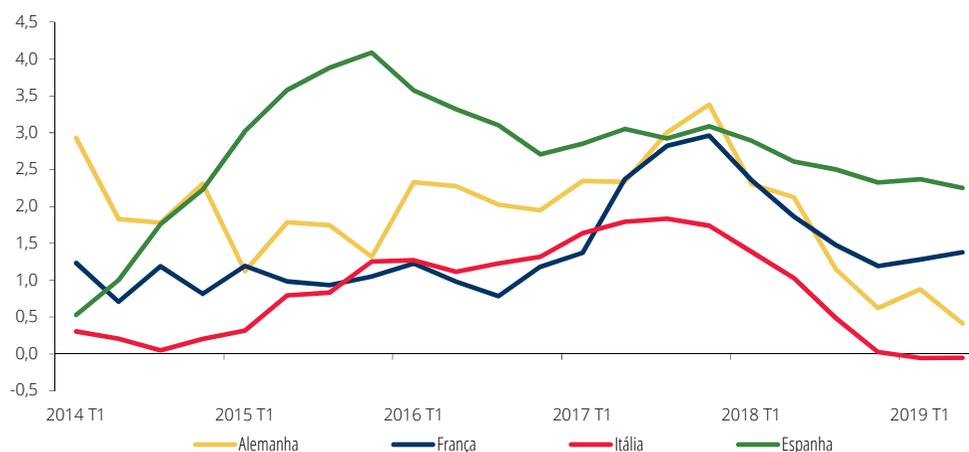
A evolução da atividade económica foi diferenciada nas quatro maiores economias da área do euro (Gráfico I.2.5). O crescimento do PIB em termos homólogos permaneceu fraco no primeiro semestre na Alemanha e em Itália (0,6% e -0,1%, respetivamente), enquanto em França e Espanha foi mais robusto (1,3% e 2,3%). Na economia alemã, o consumo privado e o investimento mantiveram-se relativamente sustentados. A desaceleração relaciona-se essencialmente com o abrandamento da atividade nas indústrias exportadoras. A produção industrial (excluindo construção) registou em termos homólogos uma queda de cerca de 4% no primeiro semestre. A situação no mercado de trabalho manteve-se favorável, mas o ritmo de crescimento do emprego diminuiu (para cerca de 1% no primeiro semestre, em termos homólogos). Em Itália, o PIB permaneceu praticamente estagnado no primeiro semestre, refletindo também a fraqueza da produção industrial e das tensões comerciais a nível global. Em França, depois da desaceleração registada em 2018, o crescimento da atividade aumentou ligeiramente no primeiro semestre, suportado pelo dinamismo da procura interna e por uma desaceleração menos pronunciada das exportações, em particular em comparação com a Alemanha. Por seu turno, a produção industrial e o emprego têm evidenciado alguma recuperação após as perturbações sociais de 2018. Em Espanha, apesar de um desempenho relativamente fraco das exportações, a atividade económica beneficiou do dinamismo da procura interna, num contexto de melhoria continuada da situação financeira das empresas e das famílias. O crescimento do emprego em Espanha continuou elevado (2,3% no primeiro semestre).

### ⋮ A procura externa dirigida a Portugal abrandou no primeiro semestre de 2019

Depois da desaceleração pronunciada ocorrida em 2018, a procura externa dirigida a Portugal voltou a abrandar em 2019. Em termos homólogos, o ritmo de crescimento passou de 2,5% na segunda metade de 2018 para 1,8% no primeiro semestre de 2019 (Quadro I.2.1). Este abrandamento

foi generalizado nos vários mercados de origem. Tendo em conta o seu peso na procura externa, destaca-se a desaceleração acentuada das importações espanholas. A desaceleração da procura interna em Espanha tem sido gradual, pelo que a evolução das importações parece ser explicada em grande medida pelo enfraquecimento das exportações espanholas. Tal está associado ao elevado conteúdo importado em certos setores, designadamente a indústria automóvel. Em sentido contrário, assinala-se a ligeira aceleração das importações francesas, em linha com a sustentação da procura interna. Por seu turno, as importações do Reino Unido apresentaram uma significativa volatilidade na primeira metade de 2019. Observou-se um aumento expressivo no primeiro trimestre e uma diminuição no trimestre seguinte. Esta evolução refletiu essencialmente os efeitos das importações de bens não especificados (incluindo ouro não monetário) e a acumulação de existências que antecedeu a data de saída original do Reino Unido da União Europeia, no final de março. No segundo trimestre, as importações apresentaram uma queda de 0,8% face ao período homólogo.

**Gráfico I.2.5 • PIB nos quatro maiores países da área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fonte: Eurostat.

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

	Pesos <sup>(b)</sup>	2015	2016	2017	2018	2018		2019
						S1	S2	S1
<b>Procura externa (BCE) <sup>(a)</sup></b>	100	4,0	2,8	4,7	3,1	3,8	2,5	1,8
Procura externa intra-área do euro	62,7	6,1	3,2	5,2	2,8	3,6	2,1	1,5
Importações								
Espanha	25,5	5,4	2,9	5,6	3,5	5,0	2,0	-0,4
Alemanha	12,0	5,4	4,2	5,7	3,7	3,8	3,7	3,4
França	12,5	5,7	3,0	4,1	1,2	1,6	0,8	2,2
Itália	3,4	6,7	3,8	5,8	1,8	2,1	1,5	1,4
Procura externa extra-área do euro	37,3	0,7	2,0	3,8	3,6	4,1	3,2	2,3
Importações								
Reino Unido	6,8	5,5	3,3	3,5	0,7	0,0	1,3	6,8
Estados Unidos	4,9	5,3	2,0	4,7	4,4	4,3	4,4	2,6
Brasil	1,2	-14,0	-10,4	5,5	7,6	7,5	7,7	2,3
China	1,6	-0,7	3,7	6,9	6,1	7,2	5,2	-2,7
<i>Por memória:</i>								
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		2,7	2,3	5,4	4,1	-	-	-
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		1,7	1,5	5,1	3,5	4,6	2,6	0,1

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

## ... A inflação na área do euro diminuiu no primeiro semestre de 2019, refletindo a desaceleração dos preços dos bens energéticos

A inflação na área do euro, medida pelo crescimento do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), diminuiu para 1,4% no primeiro semestre de 2019, após se ter situado em 1,8% em 2018. Esta evolução refletiu principalmente a evolução dos preços dos bens energéticos e, em menor grau, dos bens alimentares (Gráfico I.2.6). Excetuando também a variabilidade específica relacionada com a Páscoa, a inflação subjacente permaneceu em torno de 1% na primeira metade de 2019. Em particular, a inflação nos serviços excluindo as componentes mais voláteis (férias organizadas, alojamento e passagens aéreas) estabilizou no mesmo período, após os aumentos verificados ao longo do ano passado. No primeiro semestre de 2019, os custos unitários de trabalho na área do euro cresceram 2,2% em termos homólogos (mais 0,5 pp do que em 2018), mas tais aumentos têm-se transmitido de forma limitada à inflação, em particular no setor dos serviços, onde o peso do fator trabalho tende a ser superior nos custos.

**Gráfico I.2.6 • IHPC na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fonte: Eurostat. | Notas: Em janeiro de 2019 foi introduzida na Alemanha uma nova metodologia para o cálculo dos índices de preços de férias organizadas. Os dados revistos começam em janeiro de 2015. Devido a estas alterações, as séries apresentam quebras durante 2015.

## ... As expectativas de inflação para prazos mais longos na área do euro têm diminuído

As expectativas de inflação na área do euro implícitas em instrumentos de mercado, para um horizonte de cinco a dez anos, diminuiram para mínimos históricos em meados de julho (Gráfico I.2.7). As medidas baseadas em inquéritos, para um horizonte de quatro ou cinco anos, também têm diminuído, possivelmente influenciadas pela deterioração das perspetivas económicas de médio prazo, embora se situem ainda em níveis relativamente próximos do objetivo de estabilidade de preços do BCE. De acordo com o Inquérito do BCE a Analistas Profissionais (*Survey of Professional Forecasters – SPF*), com base em informação recolhida no terceiro trimestre de 2019, as expectativas de inflação para um horizonte de quatro a cinco anos diminuiram para cerca de 1,7%. A proporção de inquiridos com previsões de 1,7% ou abaixo aumentou de 40% para 50%. Os desenvolvimentos recentes sugerem um aumento do risco das expectativas de inflação na área do euro se manterem baixas de forma persistente.

Gráfico I.2.7 • Expetativas de inflação no médio e longo prazo | Percentagem



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

## 3 Condições monetárias e financeiras

### 3.1 Área do euro

... Ao longo de 2019, o BCE reforçou o grau de acomodação  
... da política monetária

Num quadro de moderação do ritmo de expansão económica, de revisões em baixa das projeções macroeconómicas para o médio prazo, de persistência de uma elevada incerteza e de baixos níveis de inflação, o BCE anunciou duas extensões da *forward guidance* na primeira metade de 2019, descritas em detalhe na Caixa 1. Em julho, o BCE sublinhou a necessidade de uma orientação fortemente acomodatória da política monetária durante um período prolongado e afirmou estar preparado para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, a fim de assegurar que a inflação continua a evoluir de forma sustentada no sentido do seu objetivo.

Neste quadro, em setembro o BCE reduziu a taxa de juro da facilidade permanente de depósito em 10 pb para -0,50%. As taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez permaneceram inalteradas em 0,00% e 0,25%, respetivamente. Segundo o BCE, as taxas de juro diretoras devem manter-se nos níveis atuais ou em níveis inferiores até se observar que as perspetivas de inflação estão a convergir de forma robusta no sentido de um nível suficientemente próximo, mas abaixo, de 2% no seu horizonte de projeção e que essa convergência se reflita consistentemente na dinâmica da inflação subjacente.

Adicionalmente, o BCE decidiu reiniciar as aquisições líquidas ao abrigo do seu programa de compra de ativos (na sigla inglesa, APP – *asset purchase programme*), a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros a partir de 1 de novembro. Estas aquisições deverão decorrer enquanto for necessário para reforçar o impacto acomodatório das taxas diretoras e cessar pouco antes de o BCE começar a aumentar as taxas de juro diretoras. A política de reinvestimento do capital dos títulos vencidos do APP, que se manteve ao longo deste ano, foi reafirmada e deverá ser mantida durante um período prolongado após a data em que o BCE comece a aumentar as taxas de juro diretoras e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter condições de liquidez favoráveis e um nível amplo de acomodação monetária.

O BCE lançou ainda de uma nova série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas (ORPA direcionadas III), que deverão ocorrer trimestralmente, entre setembro de 2019 e março de 2021. Cada ORPA direcionada terá um prazo de três anos e uma taxa de juro fixada no nível da média da taxa das operações principais de refinanciamento ao longo do período de duração da operação. A taxa de juro incorporará ainda incentivos para que as condições de crédito permaneçam favoráveis (para as instituições de crédito cujo crédito líquido elegível exceda um determinado valor de referência, a taxa de juro será inferior e poderá ser tão baixa como a média da taxa de juro da facilidade permanente de depósito prevalecente ao longo do período de duração da operação).<sup>2</sup>

2. Em março, o BCE anunciou ainda que as operações de refinanciamento continuariam a ser realizadas sob a forma de procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação total, enquanto for necessário e, pelo menos, até ao final do período de manutenção de reservas com início em março de 2021.

Por fim, com o objetivo de apoiar a transmissão da política monetária assente nas instituições de crédito, o BCE decidiu em setembro introduzir um sistema de dois níveis para a remuneração de reservas, no âmbito do qual parte da liquidez excedentária das instituições de crédito ficará isenta da taxa de juro negativa aplicada à facilidade permanente de depósito.

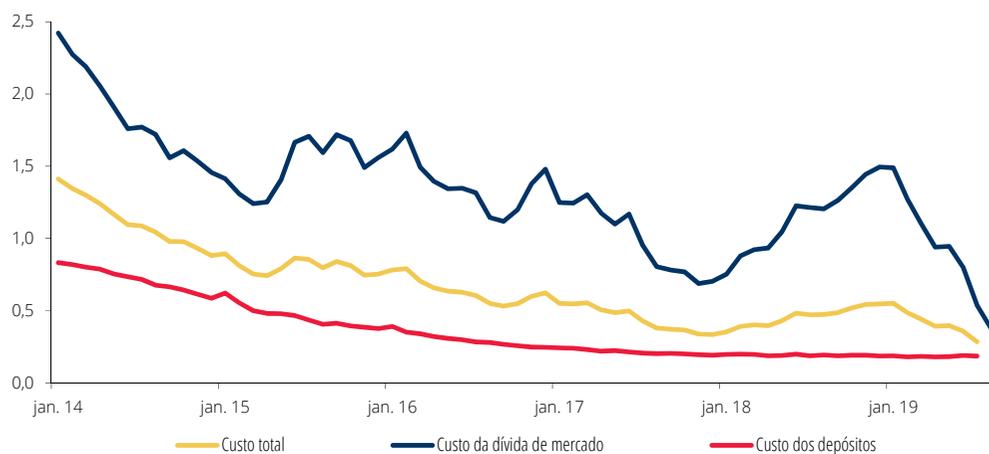
## As condições monetárias e financeiras na área do euro tornaram-se mais favoráveis

As condições monetárias e financeiras na área do euro tornaram-se mais acomodáticas ao longo de 2019, num quadro de diminuição da volatilidade nos mercados financeiros e de política monetária mais expansionista. As taxas de juro do mercado monetário mantiveram-se em níveis reduzidos. Em paralelo, observou-se uma diminuição das taxas de rendibilidade da dívida soberana, com compressão dos diferenciais face à Alemanha, e um aumento dos índices acionistas. A melhoria das condições financeiras foi extensiva aos principais países da área do euro, embora permaneça alguma heterogeneidade entre países. Adicionalmente, ocorreu também uma depreciação ligeira do euro.

As condições de financiamento das empresas não financeiras e das famílias mantiveram-se favoráveis na área do euro. As taxas de juro dos empréstimos às empresas não financeiras e aos particulares permaneceram muito baixas. O crescimento dos empréstimos bancários às empresas não financeiras e particulares manteve-se relativamente estável nos últimos meses (respetivamente, 3,9% e 3,4% em termos homólogos em julho), embora com uma evolução diferenciada por países. O *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* continuou a sugerir um aumento da procura de empréstimos. As taxas de juro baixas foram a principal razão apontada para impulsionar a procura em todos os segmentos, destacando-se ainda, no caso das empresas, as necessidades de financiamento do investimento e, no caso dos particulares, as perspetivas favoráveis no mercado de habitação. Por seu turno, os critérios de concessão de empréstimos tornaram-se ligeiramente mais apertados, depois do alívio significativo observado nos dois anos anteriores. No caso das empresas não financeiras, este aperto ocorreu principalmente nas pequenas e médias empresas e refletiu essencialmente fatores relacionados com perceção de risco por parte dos bancos, nomeadamente preocupações com as perspetivas económicas, e uma maior aversão ao risco. No inquérito divulgado em abril, os bancos indicaram que as medidas de política monetária não convencional do BCE continuaram a apoiar as condições de crédito às empresas não financeiras e aos particulares. Em particular, o APP teve um efeito marginal nos volumes de crédito e a taxa de depósito negativa teve um efeito significativo nas taxas de juro dos empréstimos.

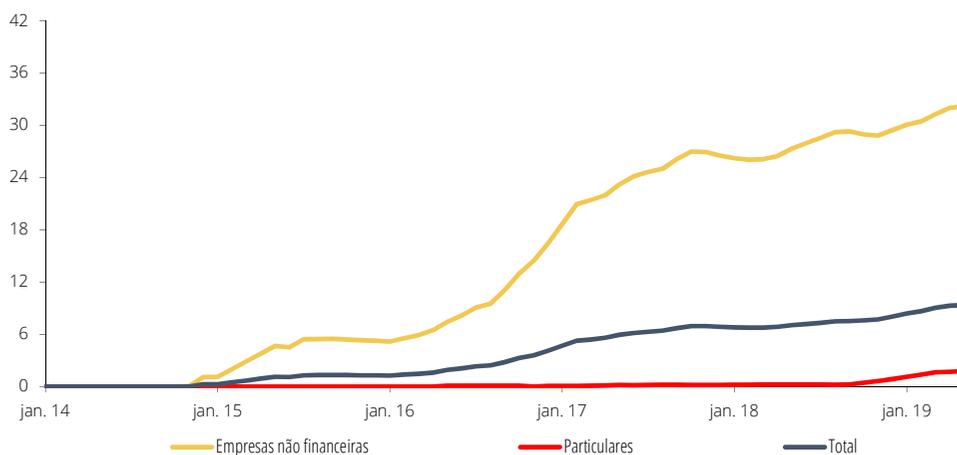
Os custos de financiamento dos bancos diminuíram desde janeiro refletindo a melhoria das condições na dívida de mercado, mas ainda não reverteram o aumento registado ao longo de 2018 (Gráfico I.3.1). Por seu turno, as taxas de juro dos novos depósitos mantiveram-se estáveis em níveis historicamente baixos. A proporção dos depósitos na área do euro com juros negativos tem vindo a aumentar. Estes depósitos são mais comuns para as empresas não financeiras (Gráfico I.3.2). Apesar das taxas de juro muito baixas, o volume de depósitos nos bancos da área do euro tem-se mantido globalmente robusto. A taxa de crescimento dos depósitos das empresas não financeiras e dos particulares aumentou até maio (para cerca de 5%, em termos anuais).

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



Fonte: BCE. | Nota: O custo total de financiamento corresponde à média ponderada do custo dos depósitos bancários (taxas de juro dos novos depósitos) e das taxas de rentabilidade implícitas nas obrigações emitidas pelos bancos.

**Gráfico I.3.2 • Proporção de depósitos com taxas de juro negativas na área do euro | Percentagem, média móvel de 6 meses**



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Proporção de depósitos com taxas de juro negativas para cada tipo de depósito.

### Caixa 1 • As extensões recentes da *forward guidance* do BCE e as expectativas de analistas económicos quanto à evolução das taxas de juro

Na sequência da crise financeira global, os bancos centrais das principais economias avançadas reduziram significativamente as taxas de juro oficiais e adotaram medidas de carácter não convencional com o objetivo de reforçar o carácter acomodatório da política monetária. Uma destas medidas consistiu num reforço explícito da comunicação das intenções quanto à trajetória futura das taxas de juro de política (*forward guidance*), cujo objetivo é influenciar diretamente as expectativas dos agentes económicos quanto à política futura. Nesta caixa documenta-se o comportamento das expectativas dos analistas económicos quanto à evolução das taxas de juro na sequência das alterações da *forward guidance* comunicadas pelo Conselho do BCE na primeira metade de 2019.

O Conselho do BCE começou a dar indicações sobre a trajetória futura das taxas de juro em julho de 2013, quando anunciou que esperava que as taxas de juro diretoras se mantivessem nos níveis que se verificavam nessa data ou em níveis inferiores durante um período de tempo alargado.<sup>3</sup> Esta formulação foi ajustada em diversas ocasiões. Em março de 2016, foi introduzida uma ligação entre o programa de aquisição de ativos (APP) e a evolução da taxa de juro<sup>4</sup> e, em junho de 2017, o Conselho do BCE passou a anunciar que esperava que as taxas de juro se mantivessem “nos níveis atuais” em vez de “nos níveis atuais ou em níveis inferiores”. Em junho de 2018, iniciou-se a transição para uma eventual normalização da política monetária. Com o objetivo de reduzir a incerteza quanto à evolução futura das taxas de juro, o Conselho do BCE reformulou a *forward guidance*, introduzindo uma componente associada a uma data e uma componente contingente à evolução da inflação.<sup>5</sup> A componente associada a uma data pretende garantir que o estímulo da política monetária não é enfraquecido por expectativas prematuras de subidas das taxas de juro. A componente contingente à evolução da inflação visa assegurar que a orientação da política monetária continua a evoluir gradualmente e de uma forma dependente da informação disponível, reforçando a credibilidade do compromisso do Conselho do BCE para com o objetivo de estabilidade de preços no médio prazo.

Na primeira metade de 2019, tomando em consideração, entre outros elementos, a moderação do ritmo de expansão económica, a manutenção da inflação em níveis relativamente baixos, as revisões em baixa das projeções macroeconómicas para o médio prazo e a persistência de fatores de incerteza, o Conselho do BCE anunciou duas extensões da *forward guidance*. Em março de 2019, o período mínimo durante o qual o Conselho do BCE esperava que as taxas diretoras permanecessem inalteradas foi alargado para “pelo menos, até ao final de 2019” e, em junho de 2019,

3. Para mais detalhes ver o Tema em destaque “*Forward guidance* – Comunicação sobre a orientação futura da política monetária” publicado no *Boletim Económico* de outono de 2013.

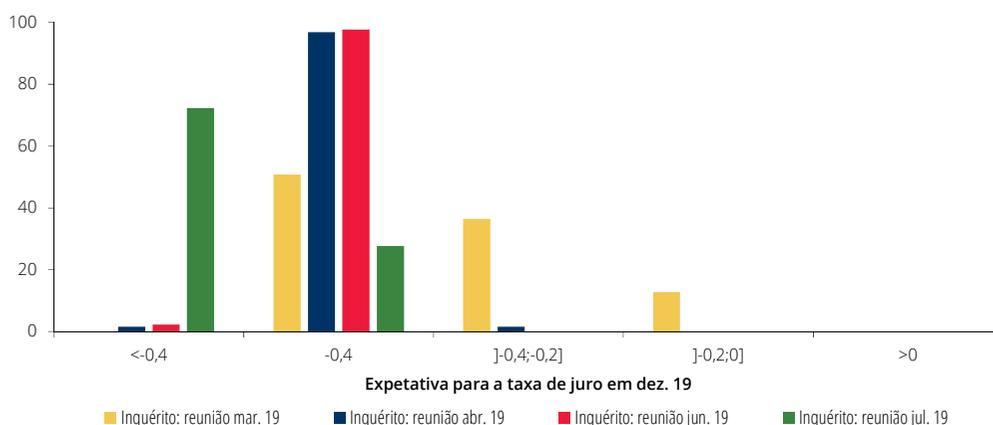
4. A formulação passou a ser “durante um período de tempo alargado e muito para além do horizonte das aquisições líquidas de ativos”.

5. O Conselho do BCE anunciou que esperava que as taxas de juro se mantivessem nos níveis verificados nessa data “pelo menos, até durante o verão de 2019” e, em qualquer caso, enquanto fosse necessário para assegurar a continuação da convergência sustentada da inflação para níveis abaixo, mas próximos, de 2% no médio prazo. Esta formulação, introduzida em julho de 2018, difere marginalmente da apresentada em junho.

para “pelo menos, até durante o primeiro semestre de 2020”.<sup>6</sup> Para documentar o comportamento das expectativas dos analistas económicos quanto à evolução das taxas de juro na sequência destas extensões da *forward guidance*, analisam-se os dados individuais dos inquéritos da Reuters divulgados na semana anterior às reuniões de política monetária do Conselho do BCE. Em particular, compara-se a distribuição das expectativas dos analistas no inquérito que antecede a reunião em que foi anunciada cada uma das extensões com a respetiva distribuição no inquérito que antecede a reunião seguinte. Naturalmente, esta análise deve ser interpretada com cautela, uma vez que a evolução das expectativas dos inquiridos neste período não refletirá unicamente o impacto dos anúncios de política monetária nas reuniões em questão. Esta análise é complementada com informação sobre alterações da taxa de juro da facilidade permanente de depósito obtidas a partir de instrumentos financeiros.

Os Gráficos C1.1 e C1.2 apresentam as distribuições das expectativas dos analistas quanto à evolução da taxa de juro da facilidade permanente de depósito até ao final de 2019 e até meados de 2020. Antes da reunião de março, cerca de metade dos inquiridos esperava pelo menos um aumento da taxa de juro da facilidade de depósito (que se situava em -0,4%) na segunda metade do ano. No inquérito seguinte, praticamente todos os analistas esperavam que a taxa de juro permanecesse inalterada até ao final do ano e um número significativo de analistas reviu em baixa a expectativa do nível para a primeira metade de 2020. Esta informação sugere que a comunicação do Conselho do BCE de prolongar a *forward guidance* para o final de 2019 foi eficaz.<sup>7</sup> A eficácia da comunicação do BCE na reunião de março é corroborada pela informação obtida a partir de instrumentos financeiros, que mostra que a probabilidade implícita de pelo menos um aumento da taxa da facilidade permanente de depósito até ao final de 2019 registou uma redução significativa na sequência do anúncio, tendo convergido para zero nas semanas seguintes (Gráfico C1.3).

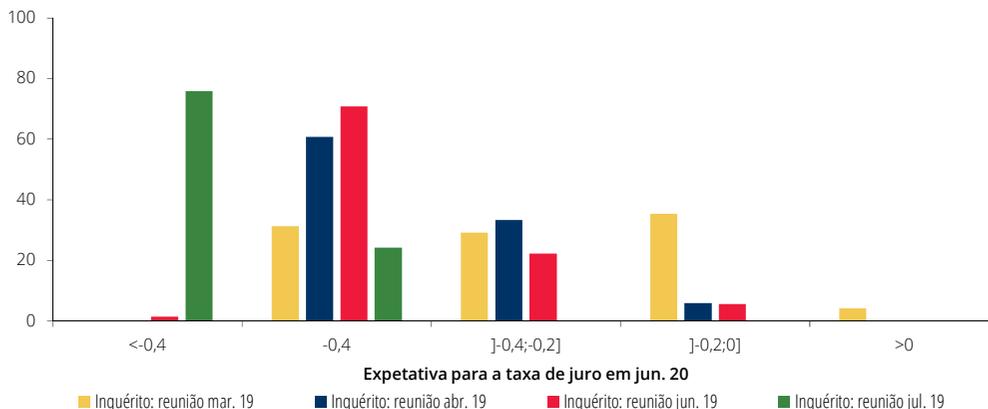
**Gráfico C1.1 • Expectativas quanto à evolução da taxa de juro da facilidade permanente de depósito até ao final de 2019 | Em percentagem do número total de respostas**



Fonte: Reuters (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Distribuição das previsões pontuais dos analistas inquiridos pela Reuters antes das reuniões de política monetária do Conselho do BCE: 7 de março (amarelo), 10 de abril (azul), 6 de junho (vermelho) e 25 de julho (verde).

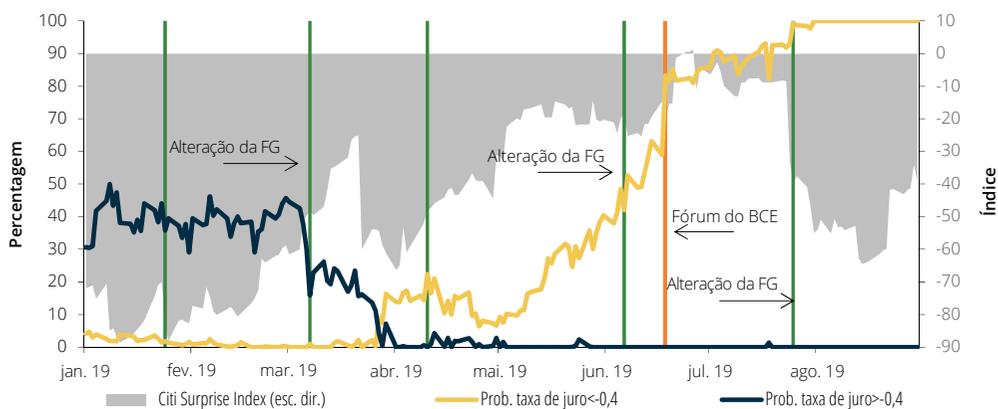
- Na reunião de setembro, o Conselho do BCE introduziu novas alterações à formulação da *forward guidance* sobre as taxas de juro oficiais. Em particular, a formulação deixou de incluir a componente associada a uma data e a componente contingente à evolução da inflação foi reforçada. Estas alterações não serão objeto de análise nesta caixa.
- A informação do inquérito para a reunião de junho de 2018, quando a componente associada a uma data foi inicialmente introduzida, também sugere que a comunicação foi eficaz. No inquérito antes desta reunião, cerca de 65% dos analistas esperavam pelo menos um aumento da taxa de juro até junho de 2019 e no inquérito seguinte essas expectativas foram praticamente eliminadas.

**Gráfico C1.2 • Expetativas quanto à evolução da taxa de juro da facilidade permanente de depósito até meados de 2020 | Em percentagem do número total de respostas**



Fonte: Reuters (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Distribuição das previsões pontuais dos analistas inquiridos pela Reuters antes das reuniões de política monetária do Conselho do BCE: 7 de março (amarelo), 10 de abril (azul), 6 de junho (vermelho) e 25 de julho (verde).

**Gráfico C1.3 • Probabilidade de alterações da taxa de juro da facilidade permanente de depósito até ao final de 2019 implícita em instrumentos financeiros**



Fontes: Bloomberg e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Citi Surprise Index – indicador do Citigroup Inc. que mede se os indicadores económicos divulgados ficaram em geral acima (índice > 0) ou abaixo (índice < 0) da mediana do inquérito da Bloomberg. As probabilidades apresentadas são calculadas com base nos *overnight index swaps*, assumindo variações da taxa de juro de 10 pb. As barras verdes correspondem às datas das reuniões de política monetária do Conselho do BCE. A barra cor de laranja corresponde à data do Fórum do BCE.

Os resultados do inquérito da Reuters para a reunião de junho de 2019 também sugerem que a comunicação foi eficaz na eliminação de expetativas de subidas das taxas de juro no período em que o Conselho do BCE esperava que as mesmas se mantivessem inalteradas (Gráficos C1.1 e C1.2). Antes da reunião, cerca de 30% dos inquiridos esperavam pelo menos um aumento da taxa de juro no primeiro semestre de 2020 e, no inquérito seguinte, essas expetativas foram eliminadas. No entanto, no inquérito realizado antes da reunião de julho, um conjunto alargado de analistas passou a antecipar pelo menos uma descida da taxa de juro até ao final de 2019, refletindo o facto de ser largamente antecipada a introdução de um enviesamento em baixa na formulação da *forward guidance* na reunião do BCE de julho.<sup>8</sup> Neste inquérito, dois terços dos analistas antecipavam a alteração que veio a ocorrer.

8. Em julho, a expressão “nos níveis atuais” foi substituída por “nos níveis atuais ou em níveis inferiores”.

As expectativas de descidas da taxa de juro por parte dos analistas terão refletido a persistência de riscos macroeconómicos em baixa, conforme ilustrado pela divulgação de vários indicadores económicos abaixo do esperado (Gráfico C1.3), bem como a comunicação do Presidente do BCE no Fórum do BCE em meados de junho.<sup>9</sup> Nesta data, a probabilidade atribuída a descidas da taxa de juro até ao final do ano aumentou de forma assinalável, para cerca de 80%, acentuando a trajetória de aumento que vinha a registar, mantendo-se em cerca de 100% desde a reunião de julho (Gráfico C1.3). Adicionalmente, de acordo com a informação do inquérito da Reuters sobre indicadores económicos divulgado antes da reunião do BCE de julho, cerca de 60% dos analistas que reviram em baixa as expectativas quanto à evolução da taxa de juro também reviram as perspetivas para a evolução da inflação ou do crescimento económico, sugerindo que outros fatores condicionaram a evolução das expectativas para a taxa de juro.<sup>10</sup>

A informação analisada nesta caixa, embora deva ser interpretada com cautela, parece sugerir que a comunicação do Conselho do BCE quanto à evolução das taxas de juro diretoras ao longo da primeira metade de 2019 se revelou eficaz.

9. O Presidente do BCE referiu que a redução das taxas de juro de política continuava a ser um instrumento à disposição do banco central para responder a quaisquer desafios que se colocassem à estabilidade de preços e que essa tinha sido uma das várias opções discutidas na reunião de junho.

10. Consideraram-se os analistas que responderam quer aos inquéritos sobre a evolução da taxa de juro quer aos inquéritos sobre indicadores económicos divulgados antes das reuniões do BCE de junho e de julho.

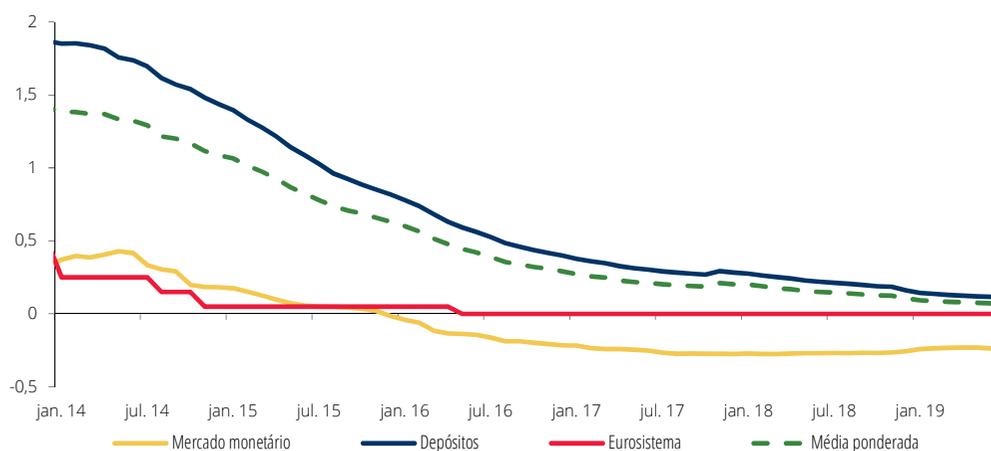
## 3.2 Portugal

### As condições de financiamento dos bancos residentes melhoraram ligeiramente no primeiro semestre de 2019

Os bancos portugueses continuaram a beneficiar de condições de financiamento progressivamente mais favoráveis. As taxas de juro de depósitos de empresas e particulares mantiveram um perfil de ligeira redução, atingindo níveis mínimos históricos (Gráfico I.3.3). As medidas não convencionais adotadas pelo BCE continuam a garantir a existência de condições monetárias e financeiras acomodáticas. Em particular, as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas permitiram aos bancos financiarem-se em maturidades longas com taxas muito reduzidas (ou mesmo negativas), assegurando o financiamento da economia, em particular de empresas não financeiras (Caixa do “*Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* de julho de 2019”).

O custo de financiamento dos bancos nos mercados de dívida continua a ser mais elevado do que nas restantes fontes de financiamento. Ainda assim, os *spreads* dos *credit default swaps* diminuíram, refletindo um menor prémio de risco associado aos bancos portugueses, depois de um período de maior incerteza política em alguns países da área do euro, nomeadamente em Itália. No mesmo sentido, no âmbito do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, os bancos reportaram uma melhoria das condições de financiamento através de títulos de dívida, em particular de médio e longo prazo.

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



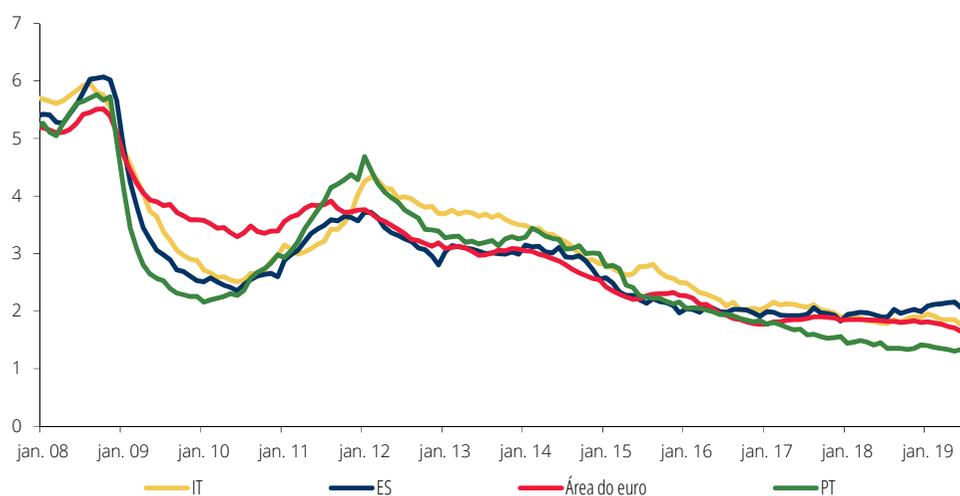
Fontes: Refinitiv e Banco de Portugal. | Notas: O custo de financiamento por depósitos corresponde à taxa de juro do saldo de depósitos de empresas e particulares, o custo de financiamento junto do Eurosistema corresponde à taxa das operações principais de refinanciamento e o custo de financiamento no mercado monetário corresponde à Euribor a 6 meses. A média ponderada é calculada de acordo com o peso relativo destas três fontes de financiamento dos bancos. Em junho de 2019, estas fontes de financiamento representavam 97% do total do passivo (dados consolidados).

### As taxas de juro dos novos empréstimos a particulares continuaram estáveis em níveis historicamente baixos

No primeiro semestre de 2019, as taxas de juro a novos empréstimos bancários para aquisição de habitação mantiveram-se relativamente estáveis em torno de 1,35%, interrompendo a trajetória

de redução iniciada em 2012 (Gráfico I.3.4). O nível das taxas de juro em Portugal encontra-se abaixo da média da área do euro desde o início de 2017, o que estará relacionado com uma maior prevalência de empréstimos com taxa de juro variável face a outros países da área do euro com condições de financiamento semelhantes.

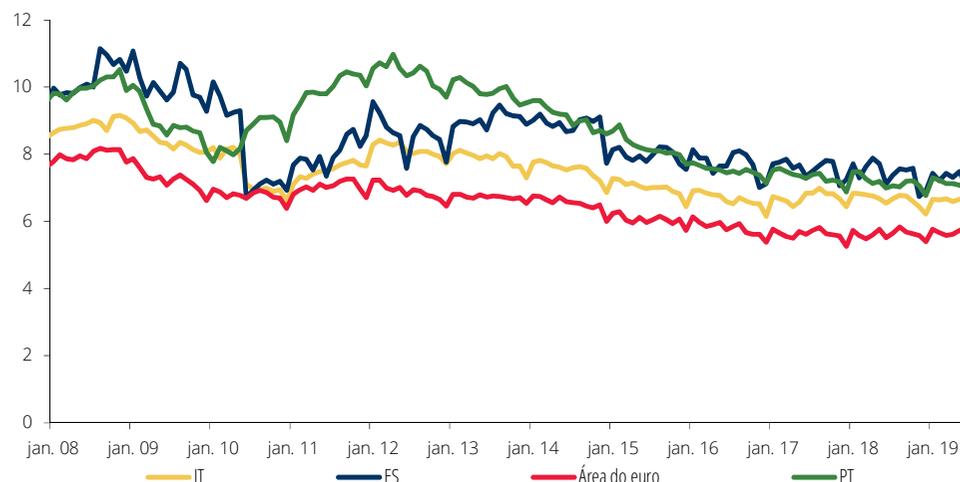
**Gráfico I.3.4 • Taxas de juro de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares para habitação | Em percentagem**



Fonte: BCE. | Nota: As taxas acordadas anualizadas (TAA) médias são calculadas com base nas TAA dos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo.

No crédito ao consumo, as taxas de juro dos novos empréstimos bancários mantiveram-se relativamente estáveis face ao final de 2018 (Gráfico I.3.5). O nível das taxas de juro encontra-se em linha com as taxas praticadas em Espanha e acima da média da área do euro.

**Gráfico I.3.5 • Taxas de juro de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares para consumo | Em percentagem**



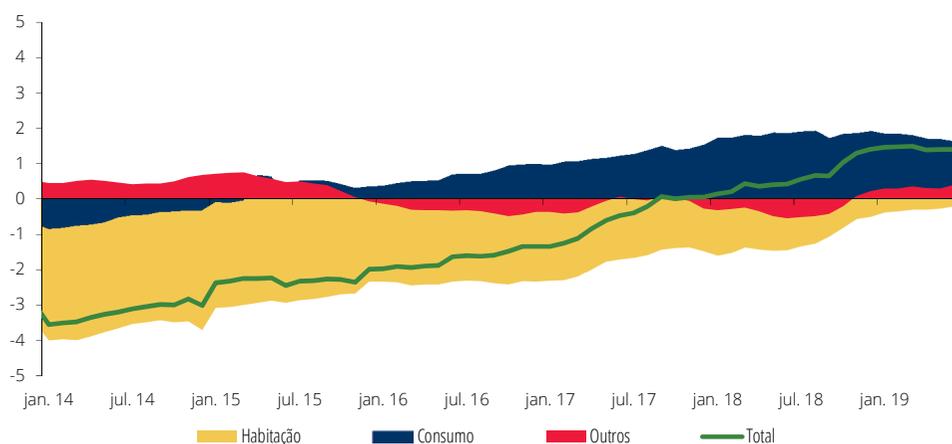
Fonte: BCE. | Nota: As taxas acordadas anualizadas (TAA) médias são calculadas com base nas TAA dos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo.

## ... A dívida dos particulares em percentagem do rendimento disponível continuou a diminuir, apesar de o crédito ter aumentando

A dívida dos particulares em percentagem do rendimento disponível continuou a diminuir, prolongando o perfil decrescente observado desde o segundo trimestre de 2012 e aproximando-se da média da área do euro. A evolução conjuga uma estabilização da dívida dos particulares em termos nominais com um aumento do rendimento disponível. No final do primeiro trimestre de 2019 este rácio situava-se em 103%, um valor superior à média da área do euro (97%).

No final do primeiro semestre de 2019, a taxa de variação anual do crédito total a particulares foi de 1,4% (Gráfico I.3.6). O principal contributo para esta variação tem origem nos empréstimos para consumo que, não obstante, registaram uma desaceleração. Em contrapartida, os empréstimos para habitação ofereceram um contributo negativo para o crescimento do crédito, registando uma taxa de variação anual negativa. Esta contração reflete o facto de o volume de reembolsos continuar a ser superior ao dos novos empréstimos (Caixa 2 do *Boletim Económico* de maio de 2018).

**Gráfico I.3.6 • Contributos para a taxa de variação anual do crédito a particulares por finalidade**  
| Em percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

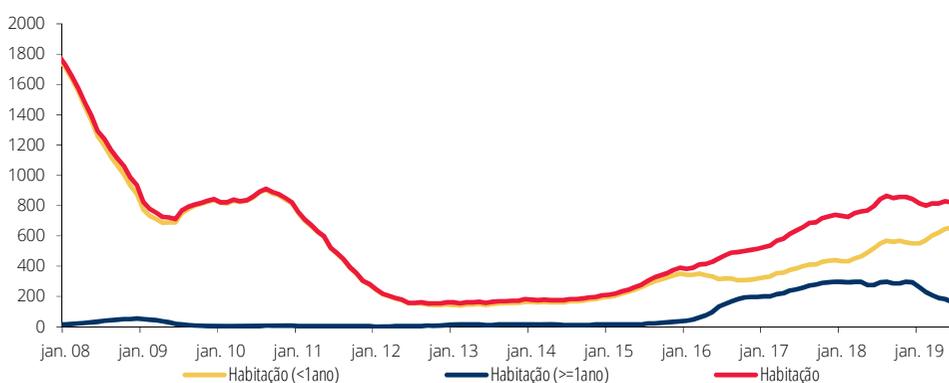
## ... Os novos empréstimos bancários a particulares para habitação estabilizaram, mas diminuiriam ligeiramente no segmento do crédito ao consumo

O montante de novos empréstimos bancários a particulares para aquisição de habitação permaneceu estável, após vários anos de crescimento contínuo (Gráfico I.3.7). O valor observado encontra-se significativamente abaixo dos montantes concedidos no período que antecedeu a crise financeira internacional. A evolução dos novos empréstimos à habitação nos primeiros seis meses de 2019 tem subjacente um maior dinamismo da contratação de empréstimos com taxa de juro variável (com prazo de fixação inferior a um ano), que contrariou a diminuição das contratações com prazo de fixação da taxa de juro indexante superior a um ano. Segundo o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, a procura de crédito por parte dos particulares manteve-se praticamente inalterada, refletindo duas forças conflituantes: o nível reduzido das

taxas de juro contribuiu para estimular a procura, ao mesmo tempo que a medida macroprudencial aplicada pelo Banco de Portugal deverá ter exercido pressão em sentido oposto.<sup>11</sup>

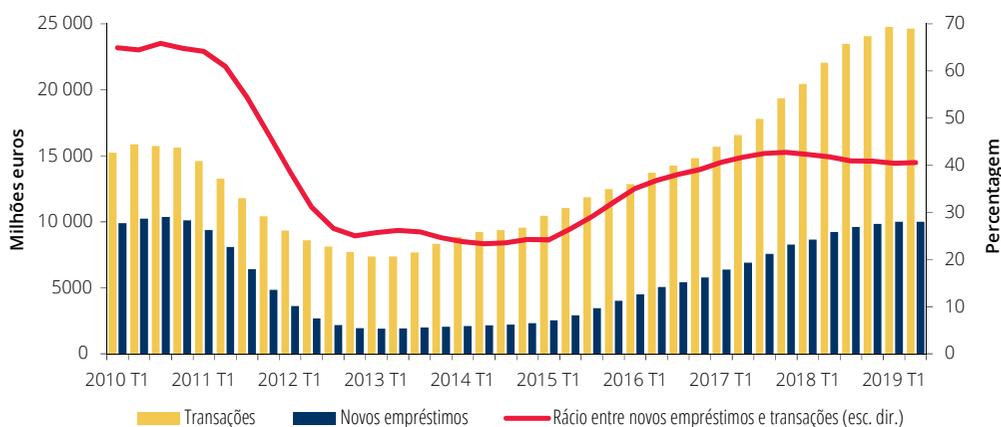
A estabilização dos montantes associados a novos empréstimos bancários a particulares é consistente com alguma moderação das transações e dos preços no mercado imobiliário desde a segunda metade de 2018, apesar de se continuar a observar um forte dinamismo (*Relatório de Estabilidade Financeira* de junho de 2019). O rácio entre os novos empréstimos para habitação e o montante total das transações de alojamentos familiares em Portugal diminuiu ligeiramente no primeiro semestre de 2019, situando-se em cerca de 40% (Gráfico I.3.8). O nível atual deste rácio é significativamente inferior ao observado antes de 2011, o que se traduz numa menor ligação entre a dinâmica de preços no mercado imobiliário e a exposição dos bancos portugueses.

**Gráfico I.3.7 • Montante de novos empréstimos bancários a particulares para habitação | Em milhões de euros (média móvel de 6 meses)**



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

**Gráfico I.3.8 • Transações de alojamentos familiares e novos empréstimos para habitação | Em milhões de euros e percentagem**



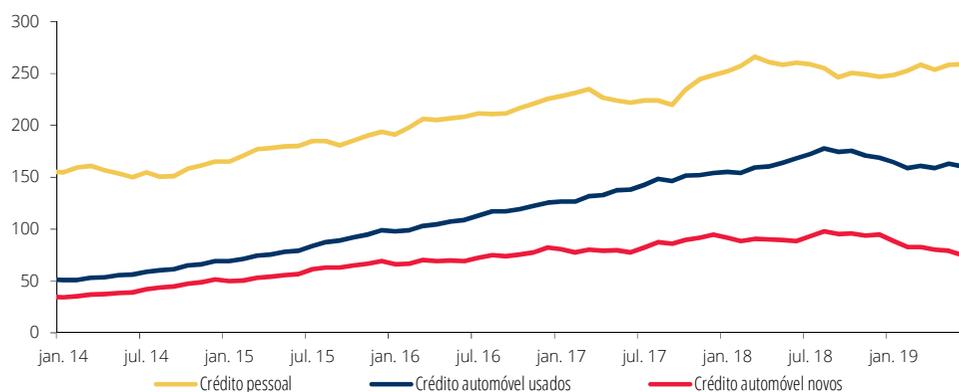
Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Valores acumulados de 12 meses.

O montante dos novos empréstimos bancários a particulares para consumo diminuiu ligeiramente no primeiro semestre de 2019. Apesar desta evolução, a concessão de novos empréstimos

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

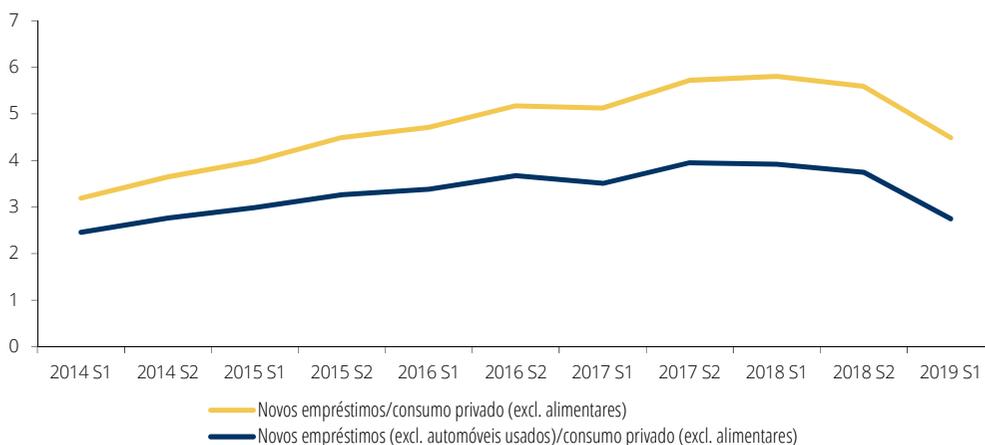
manteve-se em valores acima dos observados no período que antecedeu a crise financeira. A diminuição da contratação de crédito para consumo refletiu a evolução do novo crédito automóvel, em particular para aquisição de veículos novos (Gráfico I.3.9). Esta diminuição estará relacionada com a desaceleração do consumo privado duradouro, sobretudo com a queda nas compras de automóveis ligeiros de passageiros (Capítulo 6). A fração de consumo financiada com recurso a crédito diminuiu de forma expressiva, invertendo a tendência dos últimos anos (Gráfico I.3.10).

**Gráfico I.3.9 • Montante de novos créditos ao consumo, por tipo de crédito | Em milhões de euros (média móvel de 6 meses)**



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

**Gráfico I.3.10 • 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* (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.

## ⋮ O custo de financiamento das empresas continuou em níveis historicamente baixos

O custo de financiamento das empresas não financeiras, avaliado em termos reais, manteve-se em níveis historicamente baixos ao longo do primeiro semestre de 2019 (Gráfico I.3.11). O custo

de financiamento através de empréstimos aumentou ligeiramente no primeiro semestre de 2019, o que contrariou a ligeira redução observada no custo de financiamento através de títulos de dívida.

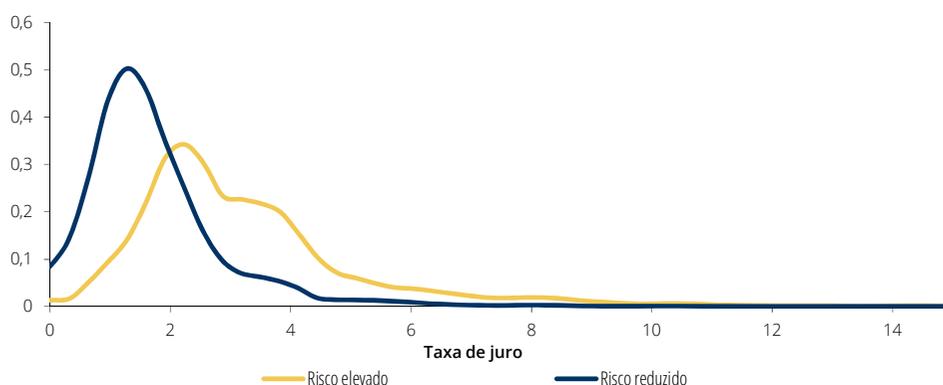
**Gráfico I.3.11 • Custo de financiamento das empresas não financeiras (empréstimos e títulos de dívida) em termos reais | Em percentagem**



Fontes: Barclays, Consensus Economics, Refinitiv 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 rentabilidade implícita no índice do Barclays para as obrigações emitidas por empresas portuguesas. No cálculo dos custos em termos reais utilizaram-se as expectativas de inflação do Consensus Economics para os horizontes compatíveis com o prazo dos diferentes instrumentos.

No semestre em análise, as taxas de juro nominais dos novos empréstimos bancários a empresas não financeiras permaneceram relativamente estáveis, em torno de 2,3%. O diferencial positivo face à taxa de juro média dos empréstimos a empresas não financeiras da área do euro permaneceu também estável em níveis semelhantes aos observados antes da crise económica e financeira. As taxas de juro médias de novos empréstimos às empresas de risco elevado continuam a ser superiores às observadas nos empréstimos às empresas de risco reduzido, continuando também a apresentar maior dispersão (Gráfico I.3.12).

**Gráfico I.3.12 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras privadas por perfil de risco no 2.º trimestre de 2019 | Densidade**



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

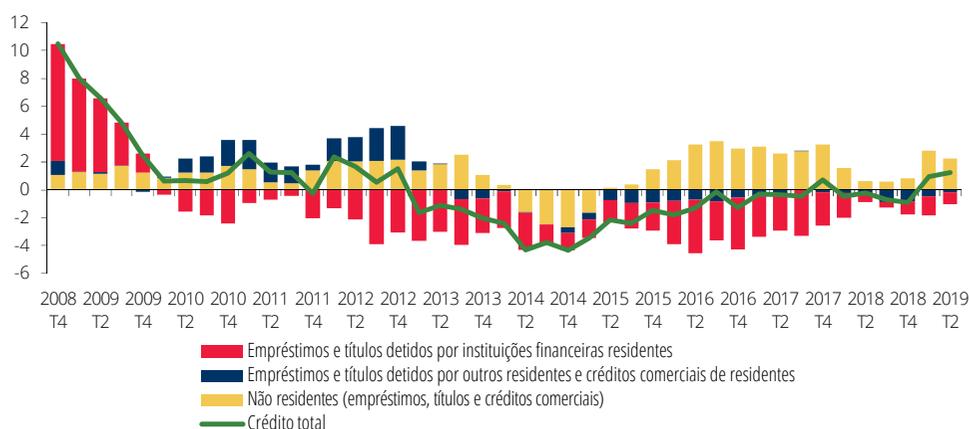
## · A dívida das empresas não financeiras em percentagem do PIB · continuou a diminuir, embora o crédito tenha aumentado

A dívida (compreendendo empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais) das empresas não financeiras, em percentagem do PIB, manteve o perfil descendente verificado desde o início de 2013, sobretudo por via do aumento do PIB nominal. Este rácio encontra-se em valores muito próximos da média da área do euro. O rácio entre a dívida e o ativo (rácio de alavancagem) das empresas portuguesas também continuou a diminuir num contexto de redução generalizada na área do euro, embora as empresas portuguesas permaneçam significativamente mais alavancadas do que a média da área do euro. Refira-se que as empresas que mais investiram nos últimos trimestres se caracterizam por ter um maior nível de alavancagem e, simultaneamente, uma maior capacidade de geração de resultados e de pagamento de juros da dívida (Caixa 2).

## · O stock de crédito total a sociedades não financeiras aumentou · ligeiramente, refletindo o financiamento junto de não residentes

O stock de crédito total às sociedades não financeiras, que engloba o crédito bancário, o financiamento por outras instituições financeiras residentes e o crédito concedido por outros credores (residentes e não residentes), aumentou ligeiramente (Gráfico I.3.13). A taxa de variação homóloga situou-se em 1,2% em junho de 2019, o que traduz uma significativa recuperação desde o final de 2018. À semelhança do observado nos últimos anos, os não residentes continuaram a aumentar o seu peso no financiamento das empresas, enquanto as instituições financeiras residentes e os outros credores residentes diminuíram a sua importância (Capítulo 8). O aumento do stock de crédito concedido por não residentes foi transversal a todos os instrumentos de dívida (empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais).

**Gráfico I.3.13 • Contributos para a taxa de variação homóloga do crédito total a sociedades não financeiras por setor financiador | Em percentagem e pontos percentuais**

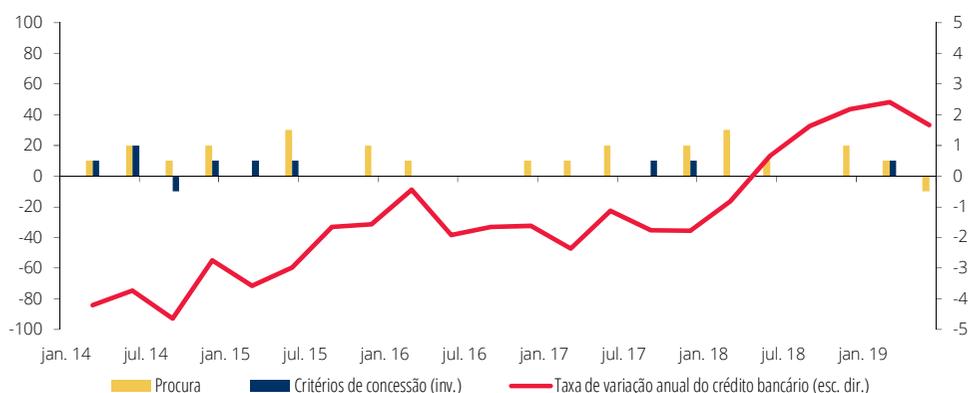


Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O agregado de crédito apresentado engloba empréstimos, títulos e créditos comerciais (excluem-se os créditos comerciais entre empresas residentes). As taxas de variação homólogas são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês não sendo realizados quaisquer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

A diminuição do stock de crédito na carteira das instituições financeiras residentes ocorre num contexto em que a taxa de variação anual do crédito bancário regista valores positivos (Gráfico I.3.14).

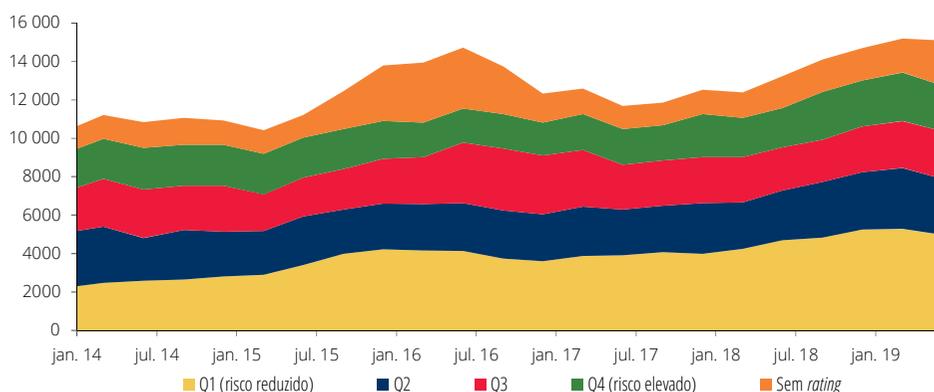
Note-se que a taxa de variação anual pretende medir a variação de *stocks* ajustada de um conjunto de efeitos, como sejam a venda de carteiras de crédito e o abatimento de créditos, enquanto a taxa de variação homóloga é determinada pela variação dos *stocks* de crédito. Estes efeitos justificam a diferença entre estas duas medidas. Assim, e apesar dos bancos residentes terem continuado a diminuir a sua exposição às empresas, à semelhança do que ocorre desde 2010, na primeira metade do ano de 2019 observou-se um fluxo de transações positivo, quando se ajusta do efeito associado a vendas e abatimentos de créditos. Adicionalmente, o novo crédito bancário (empréstimos e títulos) a empresas com prazo contratual superior a um ano cresceu no primeiro semestre de 2019, embora a um ritmo inferior ao verificado em 2018 (Gráfico I.3.15).

**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 é a diferença entre a soma ponderada da percentagem de respostas de “melhoria” e a soma ponderada da percentagem das respostas de “agravamento”. Os ponderadores são definidos de acordo com a intensidade da alteração em cada um dos sentidos: se “considerável” é 1 e se “ligeiro” é 0,5. O índice de difusão varia entre -100 e 100. Valores superiores (inferiores) a zero traduzem uma deterioração (melhoria) das condições de financiamento nos três meses anteriores. O valor zero corresponde à situação “sem alterações”.

**Gráfico I.3.15 • Novos créditos com prazo contratual superior a 1 ano concedidos por bancos residentes a empresas por quartil de risco | Em milhões de euros (acumulado de 12 meses)**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O crédito bancário corresponde ao agregado de empréstimos e títulos na posse dos bancos. Apresentam-se apenas os novos créditos com prazo contratual superior a 1 ano de forma a mitigar o efeito do refinanciamento frequente dos empréstimos de maturidades mais curtas na contabilização dos novos empréstimos. 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. Designam-se como créditos sem *rating* todos os créditos para os quais não se dispõem de informação sobre a empresa a quem foi concedido o crédito ou não se dispõe de informação contabilística suficiente para estimar uma probabilidade de incumprimento.

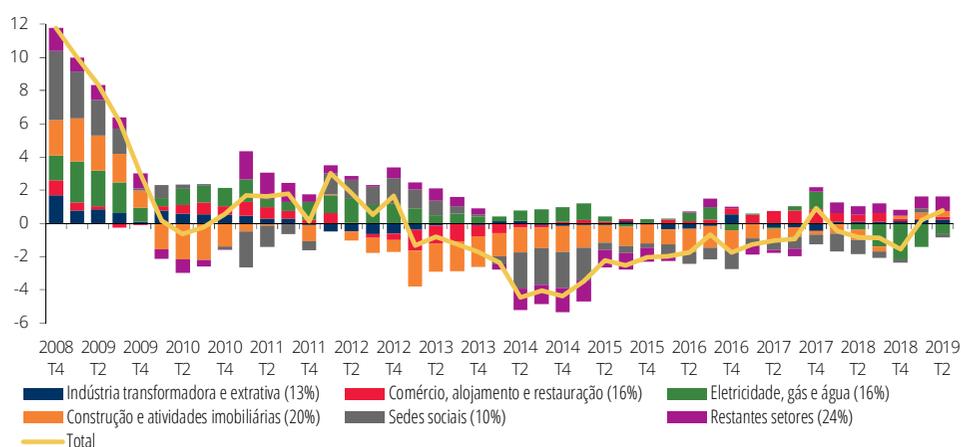
Segundo o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, as empresas aumentaram a sua procura por empréstimos de curto prazo no primeiro trimestre de 2019 e diminuíram a procura por empréstimos de longo prazo no segundo trimestre. Os critérios de concessão de crédito e os termos e condições dos empréstimos concedidos a empresas permaneceram, de um modo geral, praticamente inalterados face ao semestre anterior (Gráfico I.3.14).

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

As taxas de variação anual do crédito total e do crédito bancário a sociedades não financeiras foram positivas para todos os principais setores de atividade, com exceção da eletricidade, gás e água, setor em que se observou uma forte redução. O crédito bancário registou um crescimento particularmente elevado no setor da construção e atividades imobiliárias, interrompendo a redução do endividamento das empresas deste setor observada desde o início de 2010 (Gráfico I.3.16). O aumento do crédito à construção foi acompanhado por uma aceleração da FBCF neste setor (Capítulo 6). De acordo com o Inquérito *SAFE (Survey on the access to finance of enterprises)*, as pequenas e médias empresas (PME) portuguesas melhoraram a perceção quanto ao ambiente de financiamento e reportaram uma das maiores melhorias no acesso a empréstimos bancários entre as empresas da área do euro.<sup>12</sup> Não obstante, o indicador geral de obstáculos ao financiamento permaneceu acima da média da área do euro.

Ao contrário do observado nos últimos anos, o novo crédito bancário às empresas manteve uma evolução bastante homogénea por quartil de risco (Gráfico I.3.15). O peso dos créditos com risco mais reduzido no total de novos créditos concedidos pelo sistema bancário estabilizou. Este fenómeno estará relacionado com a evolução do novo crédito bancário ao setor da construção e atividades imobiliárias, dado que as empresas neste setor têm, em média, um nível de risco mais elevado.

**Gráfico I.3.16 • Contributos para a taxa de variação homóloga do crédito total a sociedades não financeiras por setor de atividade | Em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O agregado de crédito apresentado engloba empréstimos, títulos e créditos comerciais (excluem-se os créditos comerciais entre empresas residentes). As taxas de variação homólogas são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço. Na legenda, os valores entre parênteses representam o peso do crédito ao setor no total de crédito às sociedades não financeiras em junho de 2019.

12. Os países em que as PME reportaram uma maior melhoria no acesso a empréstimos bancários foram Espanha, Irlanda e Portugal.

## Caixa 2 • Investimento e endividamento das empresas portuguesas

Os últimos semestres foram marcados por uma recuperação do investimento, que ocorreu num contexto de ligeira aceleração do crédito concedido às empresas portuguesas. Esta caixa ilustra em que medida estas dimensões estão relacionadas, caracterizando as empresas que têm registado taxas de investimento mais elevadas em Portugal.

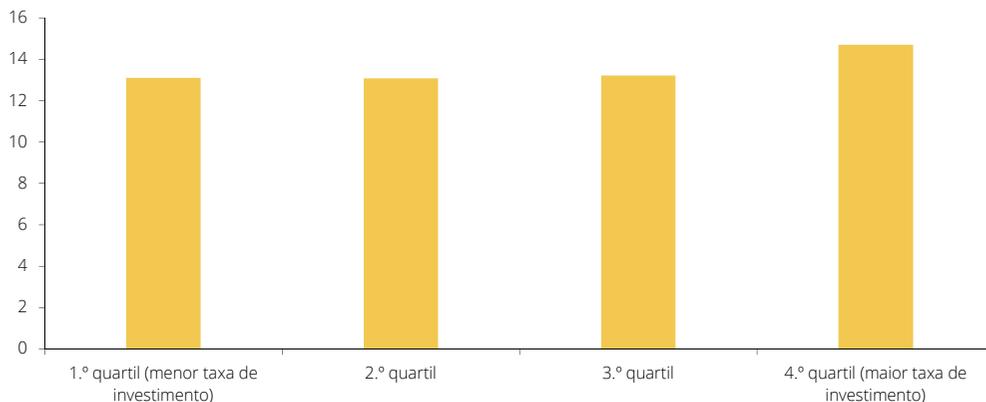
Para responder a esta questão são utilizados dados contabilísticos das empresas reportados através do *Inquérito Trimestral às Empresas Não Financeiras* (ITENF). Este inquérito é realizado a uma amostra de aproximadamente 4000 empresas e inclui as principais rubricas do balanço e da demonstração de resultados. As empresas de menor dimensão encontram-se sub-representadas, mas o seu contributo para o investimento total da economia portuguesa é muito inferior ao das grandes empresas. A definição de investimento corresponde à variação dos ativos fixos tangíveis e intangíveis somados das depreciações ocorridas no período, em percentagem do total de ativos da empresa. Esta medida, designada nesta caixa por taxa de investimento, permite analisar quais as empresas que mais têm investido relativamente à sua dimensão. Dada a disponibilidade dos dados, são considerados nesta caixa os últimos quatro trimestres do inquérito, isto é, o período compreendido entre o segundo trimestre de 2018 e o primeiro trimestre de 2019.

Para caracterizar as empresas foram selecionados três indicadores financeiros: uma medida de alavancagem financeira, que corresponde à proporção dos ativos da empresa financiados através de dívida financeira; uma medida de pressão financeira, avaliada com base no peso dos juros pagos no resultado operacional (EBITDA); e a uma medida de rentabilidade, calculada através do rácio entre o resultado operacional e o total de ativos. Para cada trimestre a amostra é dividida em quatro quartis consoante o nível da taxa de investimento. Posteriormente é calculada a média de um dos indicadores financeiros escolhidos para cada um destes quartis. A taxa de investimento entre os diferentes quartis varia entre -1% e 13%. Apesar de não ser possível estabelecer relações de causalidade, a análise destes três indicadores para empresas com diferentes perfis de investimento permite obter algumas conclusões relevantes.

Tal como ilustrado no Gráfico C2.1, as empresas que mais investem (quartil 4 da taxa de investimento) são as empresas que apresentam em média uma alavancagem superior, existindo uma ligeira diferença face aos restantes quartis. Em consonância com este resultado, essas empresas foram também as que aumentaram a alavancagem no período analisado (Gráfico C2.2). No sentido oposto, as empresas que menos investiram (quartil 1, 2 e 3) foram as que diminuíram a alavancagem. Esta análise a nível micro revela diferentes tendências no setor empresarial português. Por um lado, algumas empresas continuam a desalavancar, apresentando menores taxas de investimento (negativas, nalguns casos), enquanto as empresas que mais investem têm vindo a aumentar ligeiramente o seu endividamento.

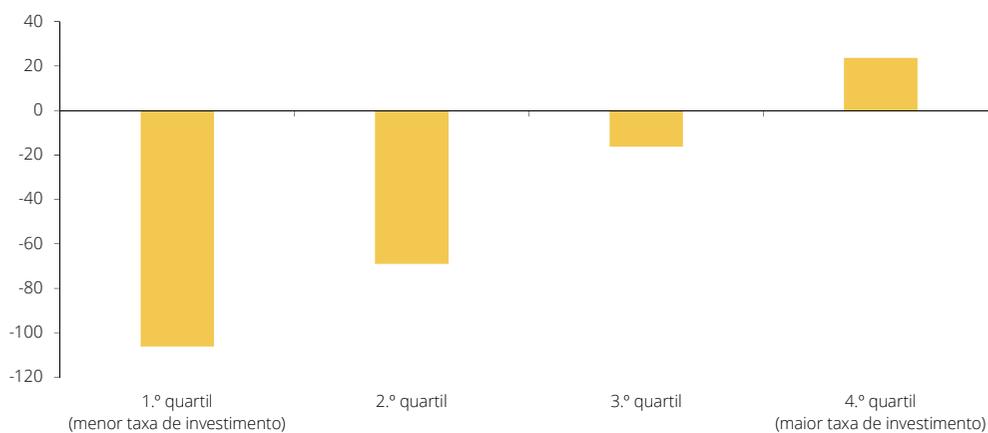
Para caracterizar adicionalmente esta segmentação, é importante avaliar as condições financeiras das empresas. Para tal, considera-se o rácio dos juros pagos sobre o resultado operacional, que constitui um indicador da pressão financeira de uma empresa. Quanto maior este rácio, menor a capacidade da empresa para canalizar os fundos gerados para outras funções que não o pagamento de juros. A análise dos dados evidencia que as empresas com maior taxa de investimento apresentam um peso dos juros inferior, apesar da sua maior alavancagem em média (Gráfico C2.3). Esta situação pode ser justificada pelo facto de estas empresas terem um nível de risco inferior, o que lhes permite beneficiar de taxas de juro mais reduzidas e de menos restrições no acesso a crédito.

**Gráfico C2.1 • Média da alavancagem das empresas por quartis de taxa de investimento**  
| Em percentagem



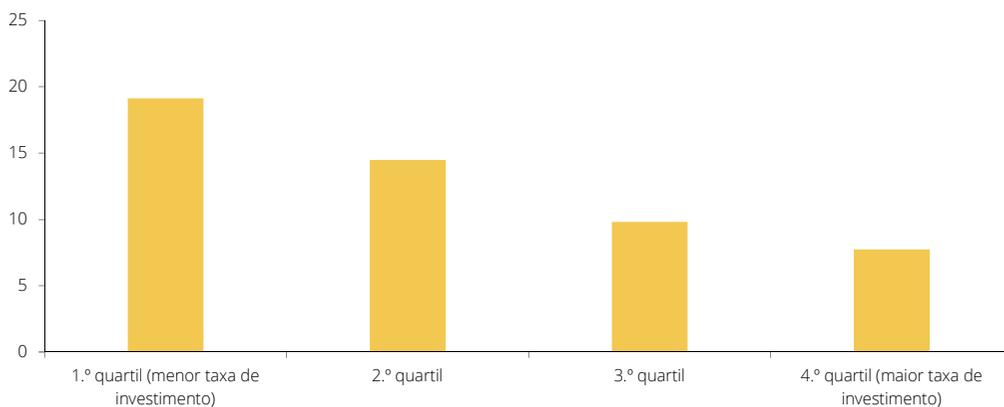
Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico C2.2 • Média da variação da alavancagem por quartis de taxa de investimento**  
| Em pontos base



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: A variação da alavancagem é igual à diferença do nível de alavancagem face ao período homólogo.

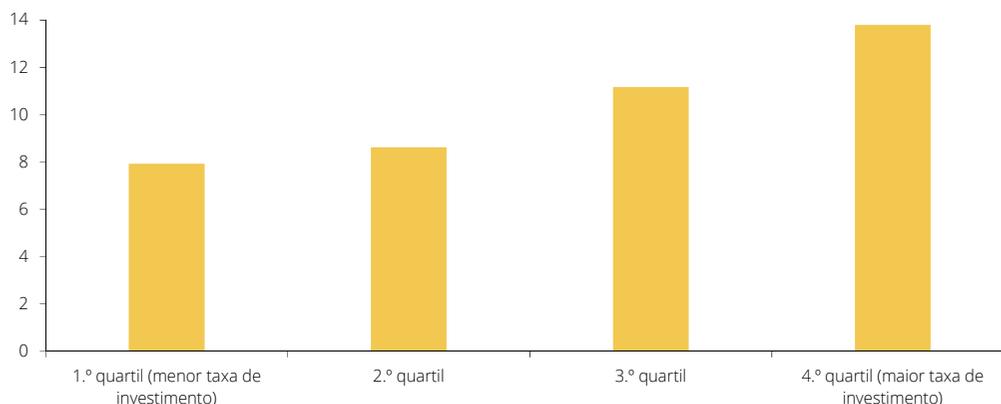
**Gráfico C2.3 • Média do peso dos juros pagos no resultado operacional por quartis de taxa de investimento**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Um outro indicador da saúde financeira da empresa é o seu rácio de rendibilidade. Quanto maior a rendibilidade da empresa maior será a sua disponibilidade financeira para investir. De novo, verifica-se que as empresas com maior taxa de investimento são as que apresentam maior rendibilidade (Gráfico C2.4).

**Gráfico C2.4 • Média da rendibilidade das empresas por quartis de taxa de investimento**  
| Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Em síntese, as empresas com maior taxa de investimento nos últimos trimestres apresentam níveis ligeiramente mais elevados de endividamento, tendo aumentado a sua alavancagem ao longo do último ano. Tal sugere que a gradual recuperação do crédito a empresas poderá estar associada ao crescimento do investimento observado na economia portuguesa. Simultaneamente, verifica-se que as empresas que mais investiram são as que apresentam menores restrições financeiras, registando um peso inferior dos juros no resultado operacional e níveis de rendibilidade mais elevados, o que é consistente com a evidência empírica sobre este tema (Fazzari et al., 1988<sup>13</sup>; Farinha e Prego, 2013<sup>14</sup>).

13. Fazzari, S., Hubbard, R., e Petersen, B. (1988). "Financing Constraints and Corporate Investment." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988 (1), 141-206.

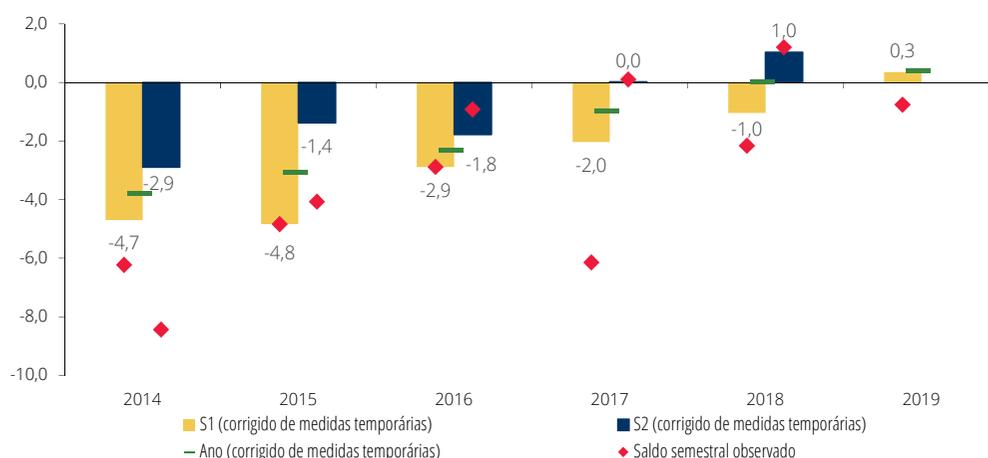
14. Farinha, L. e Prego, P. (2013). "Investimento e situação financeira das empresas: Evidência recente." *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal, maio, 107-128.

## 4 Política e situação orçamental

⋮ O défice orçamental no primeiro semestre de 2019 situou-se 1,4 pp  
⋮ abaixo do registado no período homólogo

De acordo com as contas nacionais trimestrais divulgadas pelo INE, o saldo das administrações públicas situou-se em -0,8% do PIB no primeiro semestre de 2019, para o que contribuiu um excedente primário de 2,3% do PIB. Face ao período homólogo, o saldo apresentou uma melhoria de 1,4 pp (Gráfico I.4.1). Por sua vez, o saldo excluindo o efeito de medidas temporárias registou uma evolução idêntica, apresentando um valor positivo correspondente a 0,3% do PIB.<sup>15</sup> A evolução entre semestres homólogos resultou do aumento do rácio da receita no PIB (0,8 pp), em conjugação com um decréscimo da despesa primária e dos juros em percentagem do PIB (-0,4 e -0,2 pp, respetivamente).

**Gráfico I.4.1 • Saldo orçamental das administrações públicas, observado e corrigido de medidas temporárias | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: O saldo corrigido de 2019 corresponde à estimativa oficial. O saldo corrigido exclui os seguintes fatores pontuais: em 2014, registo do *stock* de dívida das empresas STCP e Carris e das perdas do BPN Crédito e aumento de capital no Novo Banco; em 2015, a medida de resolução aplicada ao Banif; em 2016, efeito temporário do PERES e devolução da *prepaid margin*; em 2017, injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos e a recuperação da garantia concedida ao BPP; em 2018, a transferência do Fundo de Resolução para o Novo Banco, a decisão do Supremo Tribunal de Justiça sobre o pagamento de uma indemnização, despesas relacionadas com os incêndios de 2017 e a recuperação da garantia concedida ao BPP; em 2019, a injeção de capital no Novo Banco e o impacto de decisões judiciais relativas à CML, a recuperação do montante remanescente da garantia concedida ao BPP e o impacto da antecipação do imposto sobre o tabaco.

O objetivo oficial para o défice deste ano (0,2% do PIB), definido no Orçamento do Estado para 2019 e mantido inalterado na atualização do Programa de Estabilidade e na recente notificação do Procedimento dos Défices Excessivos, apresenta-se claramente alcançável, em particular quando se considera o perfil intra-anual do saldo orçamental observado no passado recente.

15. No primeiro semestre de 2019, o saldo corrigido exclui o impacto da injeção de capital do Fundo de Resolução no Novo Banco (1,1% do PIB). No mesmo período de 2018 as medidas temporárias incluíram a injeção de capital no Novo Banco, o impacto da decisão do Supremo Tribunal de Justiça sobre o pagamento de uma indemnização e despesas relacionadas com os incêndios de 2017.

Não obstante, importa destacar alguns fatores de incerteza relativamente à evolução orçamental até ao final do ano. Do lado da receita destaca-se a incerteza na evolução dos impostos diretos, em particular, relacionada com o saldo dos reembolsos e notas de cobrança em sede de IRS. Do lado da despesa, sobressaem as despesas com pessoal, muito condicionadas pela implementação efetiva do descongelamento de carreiras e pelo aumento do número de funcionários, em particular em áreas que evidenciam maiores pressões orçamentais, como a saúde. Adicionalmente, rubricas com um perfil intra-anual tipicamente mais irregular e que na primeira metade do ano tiveram uma evolução aquém do orçamentado, como o consumo intermédio e o investimento, dificultam a avaliação das perspetivas para o conjunto do ano. Por fim, a eventual concretização de medidas temporárias (para além da injeção de capital no Novo Banco, que já teve lugar no primeiro semestre) afetará também os resultados orçamentais do conjunto do ano.

### ⋮ No primeiro semestre, a receita corrente cresceu acima das ⋮ estimativas do Programa de Estabilidade

A receita corrente registou um aumento de 5,5% no primeiro semestre, 1,8 pp acima da previsão oficial para o conjunto do ano (Quadro I.4.1). Esta evolução resultou de contributos significativos de todas as principais componentes da receita, refletindo a continuação da expansão da atividade económica.

O crescimento de 3,5% dos impostos sobre o rendimento e o património assentou, em larga medida, no desempenho positivo da receita de IRS (que ainda não estava afetada pela forte aceleração dos reembolsos verificada em julho), com particular destaque para as retenções na fonte sobre os rendimentos de trabalho dependente. Por sua vez, a receita dos impostos sobre a produção e a importação apresentou um crescimento de 4,7%, impulsionado predominantemente pela evolução da coleta do IVA (5,7%). Note-se que o crescimento da receita deste imposto foi superior ao do consumo privado em termos nominais, o que poderá refletir o dinamismo do setor do turismo e o efeito-base associado à alteração em 2018 da tributação das importações extracomunitárias. Embora exista alguma incerteza relativamente aos desenvolvimentos no segundo semestre, em particular quanto ao impacto das notas de cobrança na coleta anual do IRS, é expectável que a receita fiscal ultrapasse a projeção oficial para o conjunto do ano. O mesmo deverá suceder no caso das contribuições sociais efetivas, que cresceram 7% na primeira metade do ano (aproximadamente 2 pp acima da previsão oficial).

No que se refere às outras receitas correntes, o crescimento relativamente elevado decorreu da materialização do aumento esperado dos dividendos recebidos pelo Estado e de um crescimento superior ao orçamentado da receita proveniente das vendas de bens e serviços. Por seu turno, as receitas de capital apresentaram um aumento inferior ao previsto para o conjunto do ano.

### ⋮ A despesa corrente primária apresentou na primeira metade ⋮ do ano um aumento moderado, abaixo das projeções oficiais

A despesa corrente primária registou um aumento moderado no primeiro semestre (2,9%), inferior ao orçamentado para o ano como um todo. Este resultado decorreu principalmente da evolução do consumo intermédio, que apresentou uma diminuição de 2,2% no primeiro semestre, o que contrasta com um aumento esperado para o conjunto do ano. De notar, no entanto, que esta rubrica tem tipicamente uma evolução intra-anual irregular.

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

	Primeiro semestre 2018	Primeiro semestre 2019	Primeiro semestre 2019 tvh (%)	Previsão oficial anual tvh (%) <sup>(a)</sup>	Por memória:	
					2018	Revisão com a nova base de contas nacionais <sup>(b)</sup>
<b>Receitas totais</b>	<b>38 940,4</b>	<b>41 099,1</b>	<b>5,5</b>	<b>4,0</b>	<b>87 695,1</b>	<b>-18,6</b>
Receita corrente	38 688,7	40 800,6	5,5	3,6	86 866,5	12,8
Receita fiscal e contributiva	32 989,9	34 531,5	4,7	3,1	75 472,0	-192,4
Impostos sobre o rendimento e o património	7 033,6	7 276,6	3,5	1,4	20 680,7	-309,9
Impostos sobre a produção e a importação	14 572,6	15 253,8	4,7	3,3	30 955,8	82,7
Contribuições sociais	11 383,8	12 001,1	5,4	4,3	23 835,4	34,8
Efetivas	9 056,4	9 687,3	7,0	5,0	19 127,5	-7,8
Imputadas	2 327,4	2 313,8	-0,6	1,5	4 707,9	42,6
Outras receitas correntes	5 698,8	6 269,1	10,0	7,2	11 394,6	205,2
Receitas de capital	251,7	298,4	18,6	45,5	828,6	-31,4
<b>Despesas totais</b>	<b>41 095,5</b>	<b>41 888,3</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>88 606,0</b>	<b>-20,5</b>
Despesa corrente	38 184,7	39 054,8	2,3	3,2	82 297,3	124,5
Prestações sociais	16 582,3	17 116,7	3,2	4,1	37 098,7	349,0
em dinheiro	14 877,5	15 271,9	2,7	3,7	33 472,5	338,5
em espécie	1 704,9	1 844,8	8,2	7,2	3 626,2	10,4
Despesas com pessoal	10 574,7	10 957,9	3,6	3,1	21 835,2	70,4
Consumo intermédio	5 089,5	4 976,4	-2,2	3,1	11 067,4	137,4
Subsídios	343,1	369,9	7,8	1,6	750,5	-46,9
Juros	3 333,0	3 193,7	-4,2	-1,9	6 897,8	-57,7
Outra despesa corrente	2 262,0	2 440,2	7,9	5,2	4 647,7	-327,6
Despesas de capital	2 910,8	2 833,5	-2,7	4,8	6 308,8	-145,0
Formação bruta de capital fixo	1 481,2	1 574,2	6,3	10,5	3 794,7	-170,4
Outras despesas de capital	1 429,6	1 259,4	-11,9	-4,3	2 514,0	25,4
<b>Saldo total</b>	<b>-2155,0</b>	<b>-789,3</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-910,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Saldo total (% do PIB)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,8</b>			<b>-0,4</b>	
<i>Por memória:</i>						
Despesa corrente primária	34 851,7	35 861,1	2,9	3,7	75 399,4	182,3

Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: (a) Estimativa oficial subjacente ao Programa de Estabilidade 2019-23. (b) Revisões da conta atualizada pelo INE na 2.ª notificação do Procedimento dos Défices Excessivos de 2018, face à conta de 2018 subjacente ao Programa de Estabilidade.

Por outro lado, as despesas com pessoal apresentaram um crescimento ligeiramente superior ao previsto para o conjunto do ano. Este resultado é difícil de avaliar dado o efeito do descongelamento faseado de carreiras dos funcionários públicos e a incerteza em torno da evolução do número de funcionários, atrás mencionados.

As prestações em dinheiro registaram uma evolução moderada (um aumento de 2,7%), uma vez que o efeito da atualização anual e do aumento extraordinário das pensões e de outras medidas de aumento da despesa foi parcialmente atenuado pela redução da despesa em subsídios de desemprego. Por seu turno, as prestações em espécie apresentaram um aumento significativo (8,2%) que, para além da despesa em saúde, é também explicado pelo início do programa de apoio à redução tarifária nos transportes. A evolução desta rubrica no segundo semestre será também impulsionada pela medida de alargamento da distribuição gratuita de manuais escolares.

No que respeita à despesa de capital, o investimento apresentou um crescimento muito aquém da estimativa para o conjunto do ano (6,3%, que compara com a taxa de 15,5% apresentada na notificação do Procedimento dos Défices Excessivos). De notar, no entanto, que esta rubrica apresenta um perfil intra-anual bastante volátil e a sua evolução está parcialmente relacionada com a execução dos fundos comunitários.

## ⋮ A dívida pública em percentagem do PIB manteve uma trajetória descendente

Em 2019, a dívida pública em rácio do PIB situou-se em 121,2% no final do primeiro semestre, o que representa uma redução de 1 pp face ao final de 2018.<sup>16</sup> Esta evolução resulta do impacto do excedente primário e do efeito “bola de neve” (resultante do diferencial negativo entre a taxa de juro média do *stock* da dívida e a taxa de crescimento do PIB nominal), que mais do que compensam os ajustamentos défice-dívida positivos. De notar que estes últimos refletem, em larga medida, o aumento dos depósitos das administrações públicas. Com efeito, excluindo os depósitos, a diminuição do rácio da dívida ascende a 1,2 pp neste período (112,8% no final de junho que compara com 114% no final de 2018).

Ao longo do primeiro semestre de 2019, o Estado português teve uma presença regular nos mercados de dívida soberana, tendo aumentado a captação de financiamento líquido externo. No que respeita às emissões de curto prazo, a taxa de juro média dos leilões de Bilhetes do Tesouro manteve-se em -0,4%, à semelhança do mesmo período de 2018. Relativamente à evolução das taxas de colocação a longo prazo, refira-se que, na maturidade de 10 anos, a taxa média dos leilões foi de 1,2% no primeiro semestre, menos 0,7 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 2019 (-4,2%), que também beneficiou do último pagamento antecipado ao FMI realizado no final de 2018. Adicionalmente, foi autorizada a amortização antecipada de uma parte do empréstimo do Fundo Europeu de Estabilização Financeira, realizado no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, a concretizar no segundo semestre do ano. A estimativa para o rácio da dívida para o final de 2019, divulgada no âmbito da recente notificação do Procedimento dos Défices Excessivos, ascende a 119,3%.

16. Note-se que a dívida pública foi revista em agosto de 2019, em resultado de uma alteração metodológica no registo dos juros capitalizados dos certificados de aforro, na sequência da nova edição do Manual do Défice e da Dívida. Este impacto é parcialmente compensado por um efeito denominador associado à revisão em alta do PIB nominal apurado pelo INE.

## 5 Oferta

### Relativa estabilização do crescimento do VAB no primeiro semestre de 2019

No primeiro semestre de 2019, o valor acrescentado bruto (VAB) registou um crescimento em termos reais de 1,6% face ao período homólogo, o que representa uma quase estabilização face ao crescimento de 1,5% observado no segundo semestre de 2018 (Quadro I.5.1). À semelhança do que se tem verificado nos últimos anos, no primeiro semestre de 2019 o crescimento do VAB em termos homólogos foi inferior ao do PIB (2,0%).<sup>17</sup>

Na área do euro, o VAB desacelerou ligeiramente na primeira metade de 2019, tendo registado um crescimento real em termos homólogos de 1,3% (1,4% no segundo semestre de 2018).

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

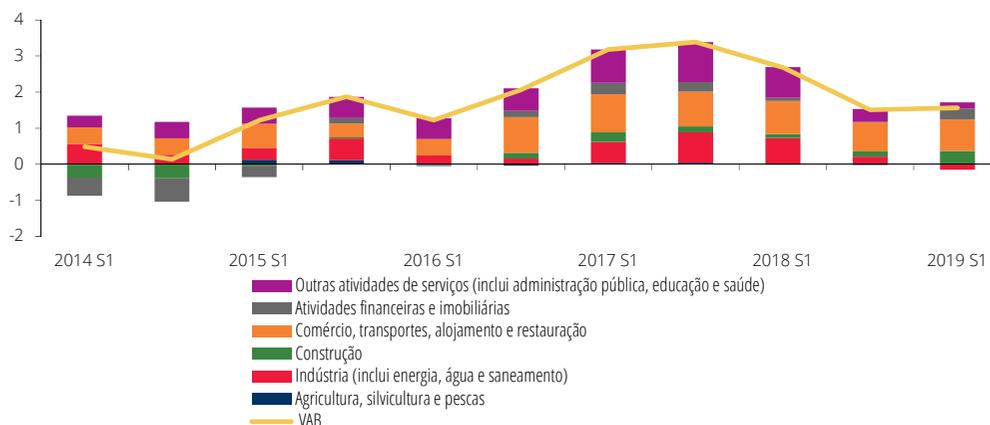
	% do VAB em 2018	2016	2017	2018	2018		2019
					S1	S2	S1
VAB	100,0	1,6	3,3	2,1	2,7	1,5	1,6
Agricultura, silvicultura e pescas	2,4	-1,2	2,0	-0,7	-0,4	-1,0	0,7
Indústria	14,4	2,2	5,9	1,6	3,4	-0,1	-0,9
Energia, água e saneamento	3,6	-2,7	-3,6	6,2	6,3	6,1	-0,5
Construção	4,2	1,8	5,3	3,1	2,6	3,6	8,5
Serviços	75,5	1,9	3,1	2,0	2,5	1,6	1,8
Comércio, reparação, alojamento e restauração	19,9	3,7	2,7	3,8	3,8	3,8	3,1
Transportes, armazenagem, atividades de informação e comunicação	8,4	0,0	5,6	1,3	2,1	0,6	2,9
Atividades financeiras e imobiliárias	17,4	0,4	1,7	0,3	0,5	0,1	1,8
Outras atividades de serviços (inclui administração pública, educação e saúde)	29,8	2,0	3,4	2,0	2,9	1,2	0,6
<i>Por memória:</i>							
Área do euro	-	1,8	2,7	1,9	2,5	1,4	1,3

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

O crescimento do VAB no primeiro semestre de 2019 reflete essencialmente o contributo do setor dos serviços (1,4 pp) e, em menor grau, da construção (0,4 pp). Nos serviços, destaca-se a manutenção do elevado crescimento da atividade no comércio e nos serviços de alojamento e restauração, em linha com a evolução do turismo, assim como dos outros serviços prestados pelas empresas (Quadro I.5.1 e Gráfico I.5.1). A desaceleração do VAB que se tem vindo a verificar desde o início de 2018 reflete o menor dinamismo da atividade na indústria e, em menor grau, na agricultura, silvicultura e pescas. Tal como no segundo semestre de 2018, voltou a observar-se uma queda do VAB na indústria na primeira metade de 2019, enquanto o VAB na agricultura, silvicultura e pescas inverteu o perfil de queda observado desde o final de 2017.

17. A diferença entre o crescimento do VAB e do PIB reflete a existência de discrepâncias estatísticas nos dois apuramentos e a evolução dos impostos líquidos de subsídios sobre os produtos que cresceram 4,2%, em termos homólogos, no primeiro semestre de 2019.

**Gráfico I.5.1 • Contributos setoriais para a taxa de variação homóloga do VAB | Em percentagem e pontos percentuais**



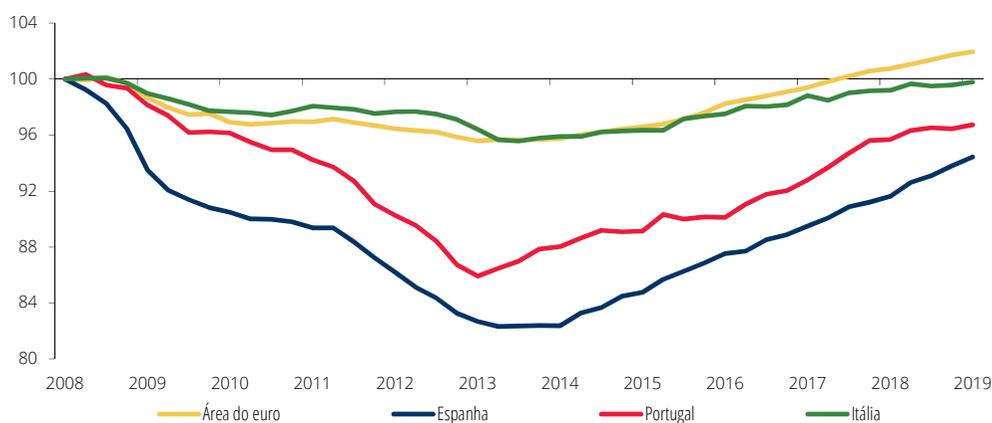
Fonte: INE – Contas Nacionais (cálculos do Banco de Portugal).

## ⋮ A situação no mercado de trabalho continuou a melhorar, apesar da desaceleração do emprego

O crescimento da atividade produtiva continuou a refletir-se numa melhoria da situação do mercado de trabalho, com a continuação da redução da taxa de desemprego e a manutenção do crescimento do emprego, embora a um ritmo inferior ao registado em 2018. De acordo com o *Inquérito ao Emprego* do INE, no primeiro semestre de 2019 o emprego registou um crescimento de 1,2%, em termos homólogos, um valor que representa uma desaceleração de 0,7 pp face ao segundo semestre de 2018 (Quadro I.5.2).

A trajetória de recuperação do emprego é observável em vários países da área do euro, destacando-se Portugal e Espanha, dois países cujos mercados de trabalho apresentaram uma deterioração particularmente marcada durante o período recessivo recente (Gráfico I.5.2). Todavia, em ambos os países o nível de emprego ainda se situa abaixo do observado antes do eclodir da crise económica e financeira internacional.

**Gráfico I.5.2 • Evolução do emprego em Portugal e na área do euro | Índice 2008 T1=100**



Fonte: Eurostat (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. Os dados apresentados em 2019 correspondem aos valores do primeiro trimestre do ano.

Apesar da manutenção da tendência de recuperação, o crescimento do emprego tem sido menos expressivo desde o final de 2017. Esta desaceleração reflete a evolução do emprego por conta de outrem, num cenário em que o emprego por conta própria voltou a apresentar um crescimento robusto, tal como no segundo semestre de 2018 (Quadro I.5.2).

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

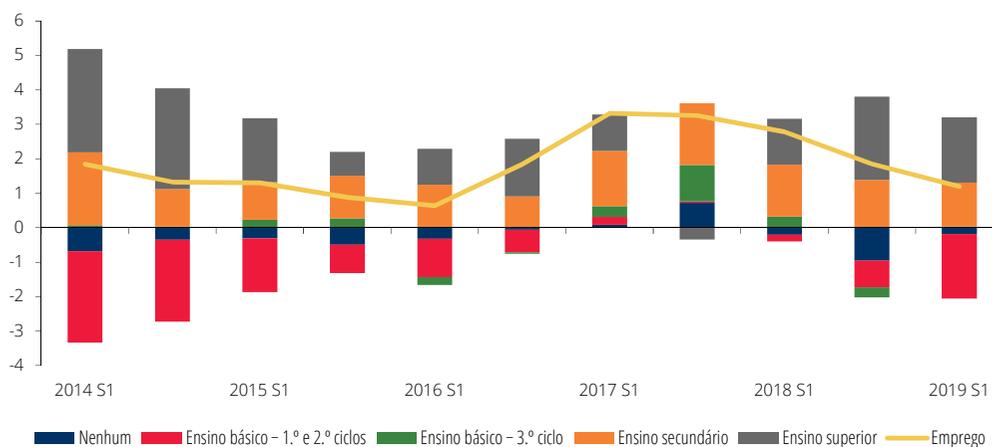
	Milhares de indivíduos em 2018	2017	2018	2018		2019
				S1	S2	S1
Emprego total	4866,7	3,3	2,3	2,8	1,9	1,2
Emprego conta de outrem	4056,5	4,3	2,7	3,7	1,7	0,6
Emprego por conta própria	789,7	-0,4	0,5	-1,5	2,5	4,2
Trabalho familiar	20,5	-23,9	-7,1	-12,2	-1,6	-3,1
Por tipo de contrato						
Contrato sem termo	3165,1	4,7	2,8	3,5	2,1	1,6
Contrato com termo	745,0	3,3	2,2	5,4	-0,7	-2,0
Contrato prestação de serviços	146,4	0,8	4,8	2,0	7,5	-7,2
Por regime de duração						
Tempo completo	4355,3	4,1	3,2	4,1	2,3	1,1
Tempo parcial	511,3	-2,4	-4,7	-7,4	-1,8	1,8
Por escalões etários						
Entre 15 e 24 anos	296,4	7,7	4,9	3,8	5,9	4,8
Entre 25 e 34 anos	939,8	1,1	0,7	1,5	0,0	0,0
Entre 35 e 44 anos	1303,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,7	-0,4
Entre 45 e 54 anos	1252,0	4,3	2,7	3,8	1,6	0,5
Mais de 54 anos	1075,3	7,7	6,0	6,0	6,0	4,0

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

O crescimento do emprego no primeiro semestre de 2019 refletiu a evolução do emprego nos escalões etários mais elevados, em particular acima dos 54 anos de idade (contributo de 0,9 pp para a taxa de variação) e no escalão dos indivíduos com idades entre os 15 e os 24 anos (contributo de 0,3 pp). Por tipo de contrato, destaca-se a redução dos contratos com termo e dos contratos de prestação de serviços na primeira metade de 2019. A percentagem de contratos com termo no emprego por conta de outrem situou-se em 17,9% no primeiro semestre de 2019, um valor inferior em 0,5 pp ao observado no conjunto de 2018.

Por nível de escolaridade, o menor dinamismo do emprego em Portugal no período mais recente reflete a redução do peso no emprego dos indivíduos com qualificações abaixo do ensino secundário (taxa de variação homóloga de -4,4% no primeiro semestre de 2019). A diminuição do emprego nos níveis mais baixos de qualificação, associada ao aumento dos níveis de escolaridade da população em geral, é uma tendência que se verifica desde 2002. Esta tendência apenas foi interrompida em 2017, um ano em que o forte crescimento do emprego foi transversal a todos os níveis de qualificação. Desde 2002, o peso no emprego dos indivíduos com qualificação abaixo do secundário diminuiu 33 pp, situando-se em 45,2% no primeiro semestre de 2019. Em sentido contrário, o emprego nos indivíduos com qualificações mais altas tem continuado robusto. Na primeira metade de 2019, o emprego dos indivíduos com ensino superior aumentou 7,1%, em termos homólogos, enquanto nos indivíduos com ensino secundário este crescimento situou-se em 4,7%. Estes crescimentos traduziram-se em contributos para o crescimento do emprego no primeiro semestre de 1,9 pp para os indivíduos com ensino superior, e 1,3 pp para os indivíduos com ensino secundário (Gráfico I.5.3). Sublinhe-se que o emprego nos indivíduos com ensino superior tem registado sucessivos crescimentos desde o início do século, incluindo durante os períodos recessivos que entretanto se observaram.

**Gráfico I.5.3 • Contributos para a taxa de variação homóloga do emprego por nível de escolaridade | Em percentagem e pontos percentuais**



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

## ∴ Ligeiro aumento da produtividade aparente do trabalho

O VAB por trabalhador, uma medida da produtividade aparente do trabalho, registou um crescimento de 0,4% em termos homólogos. Excluindo administrações públicas e atividades imobiliárias o crescimento do VAB por trabalhador ascendeu a 0,8%.<sup>18</sup>

Na primeira metade do ano, à semelhança do que se tem verificado nos últimos anos, o contributo intersetorial para o crescimento da produtividade foi positivo, refletindo os fluxos de emprego entre setores. O facto de a componente intersetorial ser positiva mostra que no atual período de recuperação económica, tal como durante a anterior fase de recessão, estará a ocorrer uma orientação dos fluxos de emprego para setores mais produtivos, nomeadamente os mais expostos à concorrência internacional.<sup>19</sup> Por seu turno, no primeiro semestre de 2019, o contributo intrasetorial para a variação da produtividade agregada foi positivo, o que já não se verificava desde 2013. Este facto resulta do aumento da produtividade nos serviços (nomeadamente no setor do comércio, transportes, alojamento e restauração) e na construção (Quadro I.5.3).

A evolução da produtividade pode igualmente ser interpretada como o resultado da contribuição dos vários fatores produtivos, incluindo os incrementos no *stock* de capital disponível por trabalhador, o progresso tecnológico e a quantidade e qualidade do capital humano, que se reflete também na qualidade da gestão das empresas (Caixa 4).

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

19. No Tema em destaque do *Boletim Económico* de maio de 2019 analisam-se os desenvolvimentos da produtividade aparente do trabalho na última década, com base na informação ao nível da empresa disponível para Portugal. Neste trabalho, concluiu-se que a distribuição da produtividade nos setores considerados se manteve praticamente inalterada na última década. Contudo, assistiu-se a alguma recomposição setorial, com uma maior prevalência de empresas no setor mais produtivo.

**Quadro I.5.3 • Contributos setoriais para a taxa de variação anual do VAB por trabalhador | Em percentagem e em pontos percentuais**

Por memória:

	2015	2016	2017	2018	2019 S1	2015-2019 S1	2008-2013
Total da economia (exc. AP e AI; taxa de variação, em percentagem)	-0,1	0,3	0,3	0,2	0,8	1,1	9,3
Contributos (em pp):							
Intrasetorial	-1,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	-1,2	6,9
Agricultura, siveicultura e pescas	0,4	0,1	0,2	0,0	0,1	0,7	0,6
Indústria transformadora	-0,1	0,1	0,4	-0,3	-0,5	-0,1	2,5
Energia, água e saneamento	0,0	-0,2	-0,3	0,2	-0,2	-0,5	-0,2
Comércio, transportes, alojamento e restauração	-0,3	-0,2	-0,5	0,0	0,6	-0,7	4,5
Construção	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,1	0,5
Outros serviços	-0,9	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	-1,1
Intersetorial	0,8	0,5	0,5	0,3	0,4	2,4	2,4

Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Para uma descrição detalhada da metodologia de cálculo dos contributos setoriais, consultar a caixa “A evolução do VAB, emprego e produtividade na recuperação em curso: contributos setoriais” publicada no *Boletim Económico* de outubro de 2017.

## ∴ Manteve-se o perfil de redução da taxa de desemprego

A taxa de desemprego manteve a trajetória de redução no primeiro semestre de 2019, embora com um perfil mais moderado do que nos anos anteriores. O nível da taxa de desemprego no primeiro semestre (6,5%) corresponde ao valor mais baixo desde o primeiro semestre de 2004. A redução da taxa de desemprego tem sido um fenómeno observável no conjunto da área do euro, mas particularmente marcado em Portugal e em Espanha (Gráfico I.5.4).

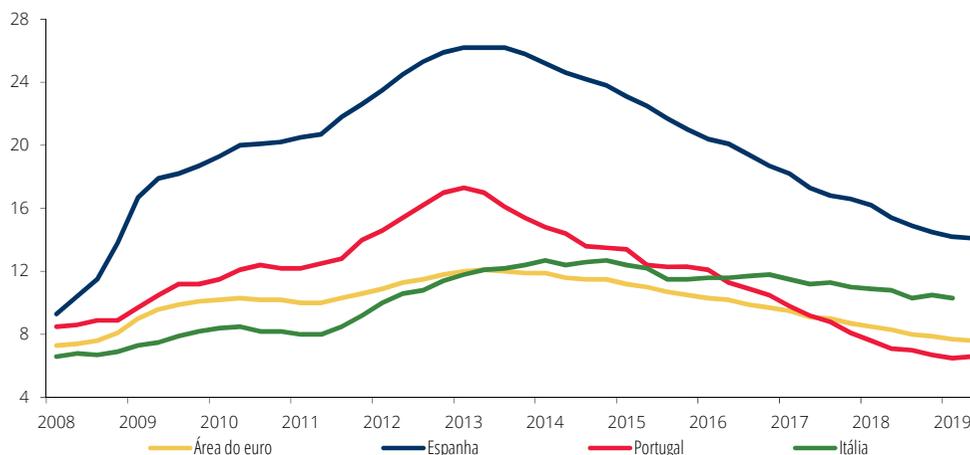
No primeiro semestre de 2019, o número de desempregados em Portugal caiu 10,5% face ao semestre homólogo (Quadro I.5.4). O número de desempregados diminuiu 62% face ao registado no primeiro semestre de 2013 (menos 555 mil desempregados), quando a taxa de desemprego atingiu o máximo histórico de 17%.

Considerando fluxos em amostra constante, ou seja, tendo apenas em conta os indivíduos que permanecem na amostra do *Inquérito ao Emprego* em dois trimestres consecutivos, percebe-se que a redução do número de desempregados na primeira metade de 2019 assenta essencialmente na manutenção de um fluxo significativo de transições para o emprego. No primeiro semestre de 2019, cerca de 139 mil indivíduos transitaram do desemprego para o emprego, enquanto aproximadamente 97 mil fizeram o trajeto inverso.

Por escalões etários, a redução da taxa de desemprego refletiu a continuação do perfil de queda da taxa de desemprego jovem (15 a 24 anos), num cenário de novo aumento ligeiro da população ativa neste escalão etário. No primeiro semestre de 2019, a taxa de desemprego jovem (15 a 24 anos) caiu 2,2 pp face ao segundo semestre de 2018, fixando-se em 17,8% (Quadro I.5.4).

Ao contrário do sucedido no período mais recente, a redução da taxa de desemprego na primeira metade de 2019 refletiu essencialmente a diminuição do desemprego nos indivíduos desempregados há 12 ou menos meses (desemprego de curta duração), num cenário em que o contributo proveniente da diminuição do designado desemprego de muita longa duração (desempregados há 2 ou mais anos) se tornou mais reduzido (Gráfico I.5.5). Como resultado, o peso do desemprego de longa duração (desempregados há 12 ou mais meses) aumentou ligeiramente no primeiro semestre de 2019, ao mesmo tempo que se observou uma relativa estabilidade da duração mediana do desemprego num valor próximo de 12 meses.

**Gráfico I.5.4 • Evolução da taxa de desemprego em Portugal e na área do euro | Em percentagem da população ativa**



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: 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. Os dados apresentados em 2019 correspondem aos valores do primeiro semestre e, no caso de Itália, aos do primeiro trimestre do ano.

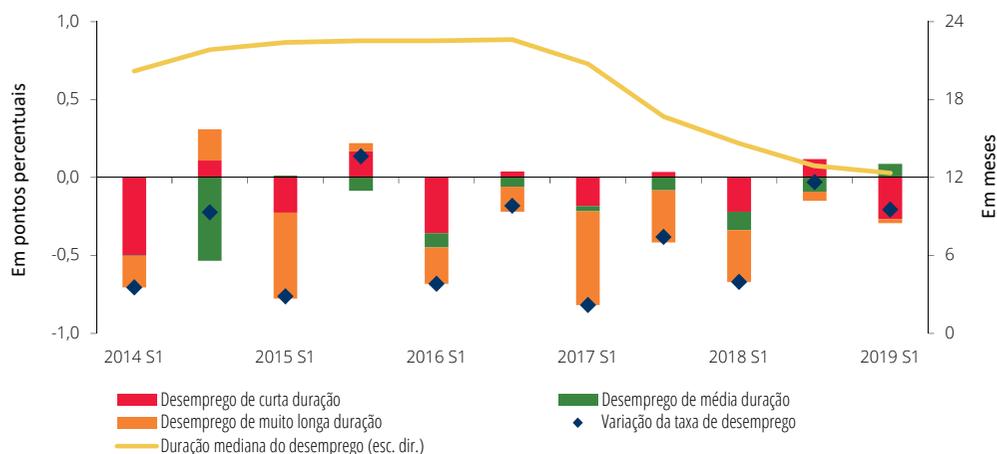
**Quadro I.5.4 • Indicadores sobre a evolução recente do desemprego em Portugal | Em percentagem da população ativa, salvo indicação em contrário**

	Milhares de indivíduos em 2018	2017	2018	2018		2019
				S1	S2	S1
Desemprego total (taxa de variação homóloga em %)	365,9	-19,2	-14,8	-22,7	-19,0	-10,5
Taxa de desemprego	-	8,9	7,0	7,3	6,7	6,5
Por escalões etários						
Entre 15 e 24 anos	75,5	23,9	20,3	20,7	20,0	17,8
Entre 25 e 34 anos	76,6	9,7	7,5	8,0	7,1	6,7
Entre 35 e 44 anos	81,1	7,2	5,9	6,2	5,5	5,3
Entre 45 e 54 anos	70,5	7,2	5,3	5,5	5,2	5,7
Mais de 54 anos	62,2	7,2	5,5	5,8	5,1	5,2
Subutilização do trabalho (taxa de variação homóloga em %)	743,9	-14,8	-17,4	-18,2	-16,5	-8,4
Taxa de subutilização do trabalho <sup>(a)</sup>	-	16,5	13,7	14,3	13,1	13,0
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) <sup>(b)</sup>	188,0	58,1	51,4	53,2	49,4	50,2
Desemprego de muito longa duração (em % do desemprego total) <sup>(c)</sup>	132,0	41,9	36,1	36,8	35,3	34,3
Inativos desencorajados	184,6	4,1	3,5	3,5	3,5	3,3

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

Tal como observado para o emprego, a evolução da taxa de desemprego por níveis de escolaridade caracteriza-se por uma importante heterogeneidade. No primeiro semestre de 2019, a taxa de desemprego entre os indivíduos com ensino superior situou-se em 4,9%, o que traduz uma redução de 0,8 pp face ao segundo semestre de 2018. No mesmo período, a taxa de desemprego nos indivíduos com ensino secundário diminuiu 0,3 pp para 7,4%, enquanto nos indivíduos com escolaridade abaixo do ensino secundário se registou um aumento de 0,4 pp para 7,0%.

**Gráfico I.5.5 • Contributos para a variação da taxa de desemprego por escalões de duração e duração mediana do desemprego**



Fontes: INE – *Inquérito ao Emprego* (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.

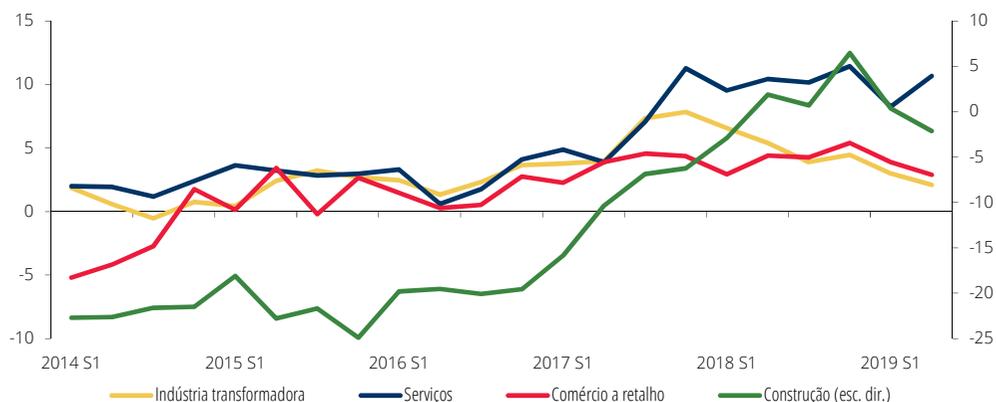
## Os indicadores disponíveis apontam para o aumento do grau de restritividade no mercado de trabalho em Portugal

Apesar do crescimento mais moderado do emprego e da relativa estabilização da taxa de desemprego no período mais recente, os indicadores disponíveis continuam a apontar em geral para a manutenção do dinamismo da procura no mercado de trabalho, bem como para a existência de dificuldades de contratação de pessoal qualificado em alguns setores. Neste contexto, a informação qualitativa sobre as expectativas de emprego nos próximos três meses mantém-se em níveis elevados, em particular nos serviços e na construção (Gráfico I.5.6). Porém, no comércio a retalho e na indústria transformadora observa-se uma ligeira diminuição. Por seu turno, os inquéritos de opinião da Comissão Europeia revelam que a percentagem de empresas que aponta a insuficiência de trabalho como fator limitativo à produção se mantém muito elevada no setor da construção e acima da média da última década na indústria transformadora e nos serviços (Gráfico I.5.7).

Simultaneamente, a informação disponível continua a apontar para o aumento do grau de restritividade no mercado de trabalho. A taxa de subutilização do trabalho calculada pelo INE – um indicador de capacidade disponível no mercado de trabalho com um âmbito mais lato do que a taxa de desemprego – tem apresentado um perfil de redução mais marcado do que o da taxa de desemprego.<sup>20</sup> No primeiro semestre de 2019, a taxa de subutilização do trabalho situou-se em 13%, o que representa uma redução de 1,3 pp face ao primeiro semestre de 2018. No mesmo período, a taxa de desemprego reduziu-se em 0,8 pp (Quadro I.5.4).

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

**Gráfico I.5.6 • Avaliação das perspetivas de emprego nos próximos 3 meses | Saldo de respostas extremas, corrigido de variações sazonais**



Fonte: Comissão Europeia – Inquéritos de opinião (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Com base na questão do inquérito às empresas em que estas avaliam a evolução do respetivo emprego nos próximos três meses (aumento, manutenção ou redução).

**Gráfico I.5.7 • Empresas que indicam insuficiência de trabalho como fator limitativo à produção | Em percentagem do número de empresas da amostra**



Fonte: Comissão Europeia – Inquéritos de opinião (cálculos do Banco de Portugal).

O grau de subutilização do mercado de trabalho reflete não só o dinamismo da procura de trabalho por parte das empresas mas também as condições da oferta. O crescimento da oferta de trabalho depende, entre outros fatores, das alterações que possam levar a que alguns indivíduos sem emprego e que não o procuram ativamente (não sendo por isso considerados como desempregados) o passem a fazer. Neste âmbito, é de destacar que o número de indivíduos sem emprego que afirma querer trabalhar embora não procure ativamente emprego tem diminuído significativamente.<sup>21</sup> Entre estes, destaca-se o subgrupo de indivíduos que não procuram ativamente emprego mas que se encontram disponíveis para trabalhar de imediato (designados por desencorajados), cujo número registou uma queda de 6,4% no primeiro semestre de 2019, em termos homólogos. Na primeira metade do ano, os desencorajados representavam 3,3% da população ativa (Quadro I.5.4).

Estes indicadores sugerem que a margem de crescimento da população ativa por incorporação de indivíduos inativos mas vinculados ao mercado de trabalho tem diminuído. A utilização mais intensiva dos trabalhadores existentes oferece uma margem adicional para as empresas expandirem a sua

21. Estes indivíduos são designados na literatura por inativos marginalmente vinculados (*marginally attached*) ao mercado de trabalho. No primeiro semestre de 2019, o número de indivíduos nesta situação registou uma queda de 4,8%, situando-se em 291,5 mil.

capacidade produtiva, designadamente através do ajustamento do número de horas trabalhadas. Neste contexto, é de sublinhar que o número de trabalhadores que trabalha a tempo parcial porque não encontra um trabalho a tempo completo tem vindo a diminuir. No primeiro semestre de 2019, o número de indivíduos nesta situação era de aproximadamente 181 mil, o que representa uma redução de 3,6% em termos homólogos. Estes *part-timers* involuntários constituíam 3,5% da população ativa no primeiro semestre do ano.

## ⋮ Manteve-se o perfil de crescimento da população ativa num cenário demográfico adverso, com redução e envelhecimento da população residente

As alterações demográficas ocorridas nas últimas duas décadas, nomeadamente a redução e envelhecimento da população residente, constituem uma limitação adicional ao potencial de crescimento da oferta de trabalho em Portugal.<sup>22</sup> No primeiro semestre de 2019, a população ativa<sup>23</sup> manteve o perfil de crescimento moderado dos últimos anos, registando um aumento de 0,3% em termos homólogos, mantendo-se contudo significativamente abaixo (-5,5%) do nível anterior à crise económica e financeira internacional.

A tendência de recuperação da população ativa ocorre num cenário de evolução demográfica adversa. Desde 2010 que se observa um movimento contínuo de redução da população residente em Portugal, apesar de uma relativa estabilização no primeiro semestre de 2019. Em relação a 2009, a população residente diminuiu 2,9%, enquanto a população em idade ativa (dos 15 aos 64 anos) registou uma redução de 5,8%. A redução particularmente significativa da população em idade ativa reflete a manutenção da tendência secular de envelhecimento da população e da população ativa em Portugal.

A evolução favorável da população ativa no período mais recente tem beneficiado do aumento da taxa de atividade, nos escalões etários mais elevados, potenciada pelo aumento gradual da idade da reforma.<sup>24</sup> Por seu turno, nas gerações mais jovens, tem sido observada uma diminuição gradual da taxa de atividade, associada ao prolongamento da escolaridade.<sup>25</sup> Para além disso, a manutenção da tendência secular de aumento da taxa de atividade feminina, que deverá continuar a convergir para a taxa de atividade masculina nas próximas décadas, é outro fator suscetível de mitigar os efeitos na população ativa da dinâmica demográfica desfavorável.<sup>26</sup> Mais recentemente, a evolução da população ativa em Portugal tem ainda beneficiado do contributo positivo da população ativa com nacionalidade estrangeira (Caixa 3). No primeiro semestre de 2019, o aumento da população ativa com nacionalidade estrangeira teve um contributo de 0,5 pp para o crescimento de 0,3% da população ativa em termos homólogos (Gráfico I.5.8).

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

As limitações na oferta de trabalho e a dinâmica da procura têm contribuído para aumentar a pressão sobre os salários. De acordo com os dados disponibilizados pelo Ministério do Trabalho,

22. Para uma análise mais detalhada sobre as alterações demográficas e a oferta de trabalho em Portugal, ver o Tema em destaque “As alterações demográficas e a oferta de trabalho em Portugal”, *Boletim Económico* de maio de 2019.

23. Neste capítulo, a população ativa corresponde à população empregada e desempregada com pelo menos 15 anos de idade.

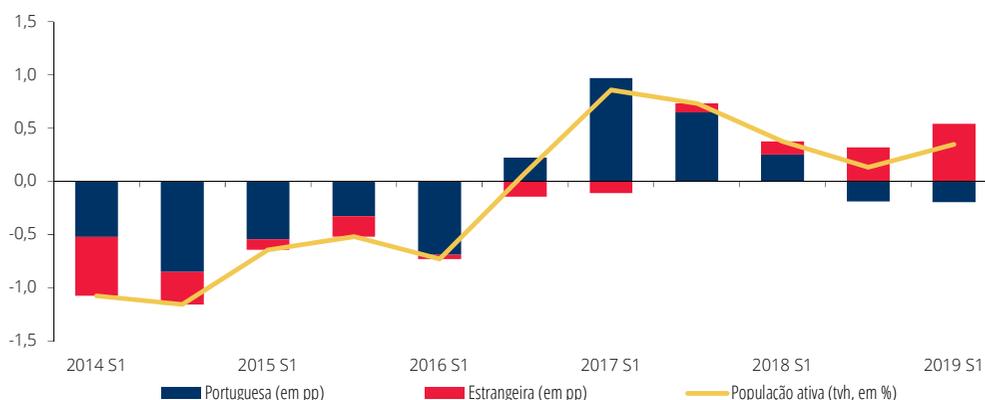
24. No primeiro semestre de 2019, a taxa de atividade foi de 33,4% no escalão 15 a 24 anos; 90,3% no escalão 25 a 34 anos; 93,2% no escalão 35 a 44 anos; 87,2 no escalão 45 a 54 anos e 31,8% no escalão com mais de 54 anos de idade. Em 2010 as taxas de atividade nestes escalões foram de 36,1%, 90,1%, 90,8%, 85,0% e 31,6%, respetivamente.

25. Para mais detalhes sobre a evolução da taxa de atividade por gerações, em diferentes escalões etários, consultar o Gráfico 14 do Tema em destaque “As alterações demográficas e a oferta de trabalho em Portugal”, *Boletim Económico* de maio de 2019.

26. No primeiro semestre de 2019, a taxa de atividade feminina foi de 47,8%, um valor inferior em 6,9 pp em relação à taxa de atividade masculina.

Solidariedade e Segurança Social, no primeiro semestre de 2019 as remunerações base por trabalhador declaradas à Segurança Social registaram um crescimento de 3,1%, o que representa uma aceleração face ao valor de 2,4% observado no conjunto de 2018 (Gráfico I.5.9). As contas nacionais compiladas pelo INE apontam para um crescimento das remunerações médias por trabalhador de 2,6% no primeiro semestre do ano (2,5% em 2018).

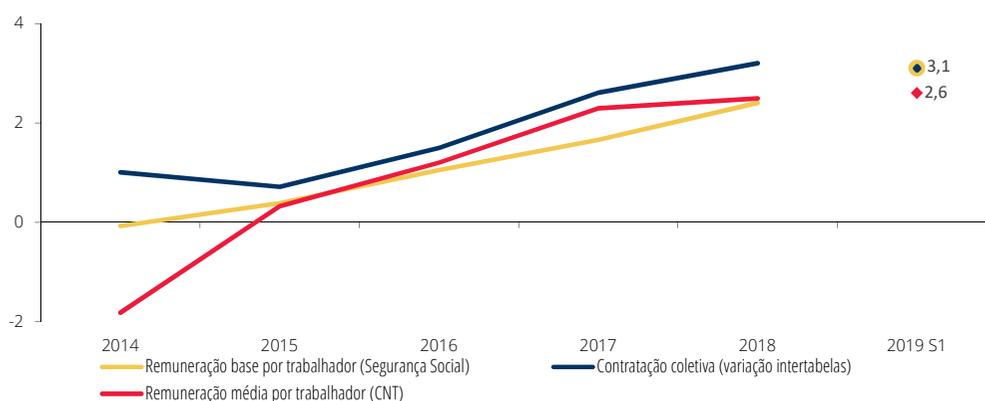
**Gráfico I.5.8 • Contributos por nacionalidade para a taxa de variação homóloga da população ativa | Em percentagem e pontos percentuais**



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

A evolução das remunerações reflete igualmente o maior dinamismo da contratação coletiva, traduzida no aumento do número de instrumentos de regulamentação coletiva. Até junho de 2019, foram publicados 179 novos instrumentos, abrangendo 422 mil trabalhadores, que se traduziram num crescimento de 3,1% das remunerações médias convencionadas. Dada a sua importância na distribuição salarial em Portugal, o crescimento das remunerações em 2019 estará igualmente a refletir o aumento do salário mínimo nacional.<sup>27</sup>

**Gráfico I.5.9 • Taxa de variação de indicadores de evolução salarial | Em percentagem**



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

27. De acordo com o *Inquérito aos Ganhos e à Duração do Trabalho*, divulgado pelo Gabinete de Estratégia e Planeamento do Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social, em outubro de 2018, a percentagem de trabalhadores do setor privado a tempo completo abrangidos pela retribuição mínima mensal garantida foi de 25,6%, um valor superior em 0,5 pp face ao observado em outubro de 2017. No início de 2019, o salário mínimo nacional aumentou de 580 para 600 euros.

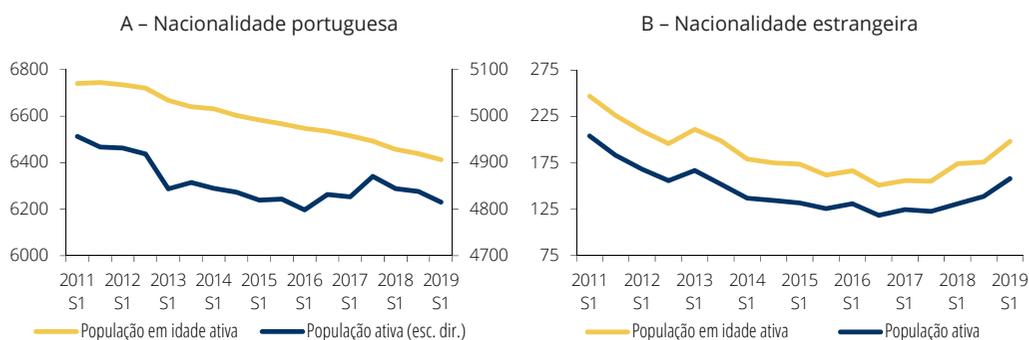
### Caixa 3 • O contributo dos estrangeiros para a evolução da população ativa em Portugal

Num quadro de redução e envelhecimento da população residente em Portugal, observou-se uma diminuição da população ativa entre 2008 e 2016.<sup>28</sup> A partir de 2017 esta tendência inverteu-se, refletindo sobretudo o contributo da população com nacionalidade portuguesa e, mais recentemente, o contributo dos indivíduos de nacionalidade estrangeira. Desde meados de 2018 a população ativa estrangeira tem permitido sustentar a evolução da população ativa em Portugal.

Esta caixa avalia o contributo da população ativa estrangeira residente em Portugal para a variação da população ativa total, recorrendo maioritariamente aos dados do *Inquérito ao Emprego* do INE.

No primeiro semestre de 2019, os estrangeiros residentes em Portugal em idade ativa ascendiam a 198 mil, representando 3,0% da população deste escalão etário (Gráfico C3.1).<sup>29</sup> Por seu turno, os estrangeiros ativos ascendiam a 158 mil, representando 3,2% da população ativa em Portugal.

#### Gráfico C3.1 • População em idade ativa e população ativa (15 a 64 anos), por nacionalidade | Em milhares de indivíduos



Fonte: INE – *Inquérito ao Emprego* (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A população em idade ativa inclui todos os indivíduos ativos e inativos (nomeadamente estudantes e reformados) residentes com idade compreendida entre os 15 e os 64 anos.

Apesar do seu peso relativo diminuto, a população estrangeira residente em Portugal tem aumentado no período mais recente, muito em linha com a evolução dos fluxos migratórios, e tem contribuído favoravelmente para a evolução da população ativa e do emprego.<sup>30</sup> O saldo migratório da população estrangeira residente em Portugal tem vindo a recuperar desde 2014 e deverá ter voltado a aumentar em 2018, essencialmente por via da imigração (Gráfico C3.2). Os estrangeiros representam quase metade dos imigrantes, dos quais cerca de metade tem origem fora da União Europeia.<sup>31</sup> De acordo com o *Inquérito ao Emprego*, os indivíduos de nacionalidade brasileira são os que mais têm contribuído para o aumento da população residente estrangeira e, entre os europeus, destacam-se os indivíduos provenientes de Itália e do Reino Unido.<sup>32</sup>

28. Nesta caixa, a população ativa corresponde à população empregada e desempregada entre os 15 e os 64 anos de idade.

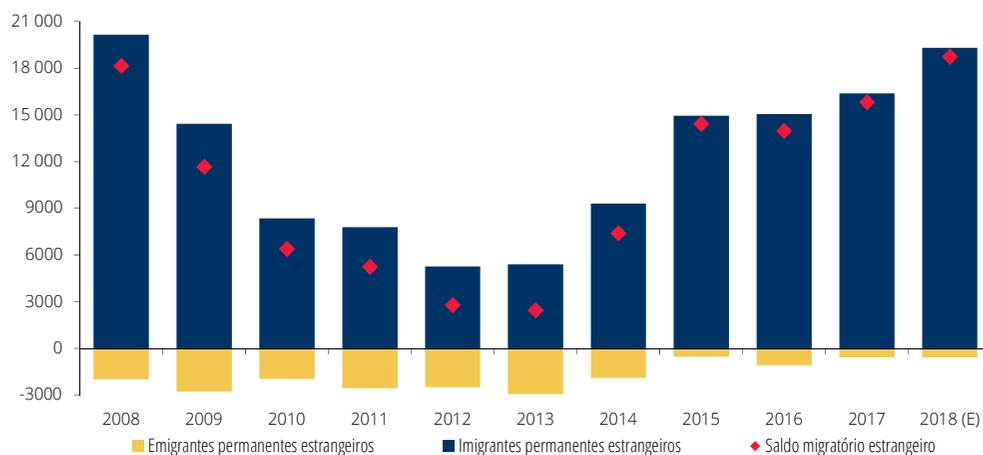
29. Este valor poderá estar subestimado pois a unidade de inquirição do *Inquérito ao Emprego* é o alojamento individual, não incluindo os residentes em *hostels*, alojamentos locais ou outros estabelecimentos do setor do alojamento turístico. É portanto inferior ao número das autorizações de residência concedidas pelo Serviço de Estrangeiros e Fronteiras a cidadãos estrangeiros que, por seu turno, podem ser concedidas a indivíduos que efetivamente não residem no território português.

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

31. Os imigrantes de nacionalidade portuguesa correspondem essencialmente a situações de regresso a Portugal.

32. No primeiro semestre de 2019, a população com nacionalidade brasileira teve um contributo de 20 pp para o crescimento de 21% da população com nacionalidade estrangeira, em termos homólogos.

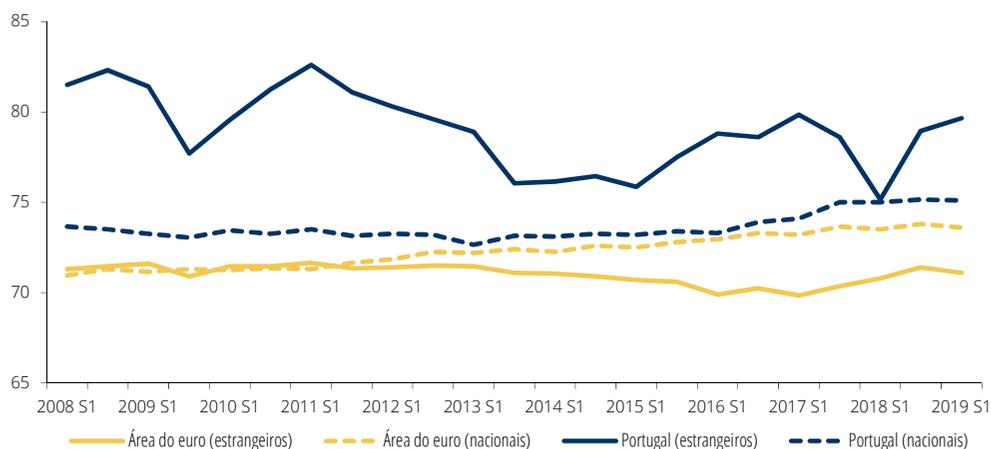
**Gráfico C3.2 • Fluxos migratórios estrangeiros | Em número de indivíduos**



Fonte: INE – *Estatísticas demográficas* (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os emigrantes estrangeiros correspondem essencialmente a situações de regresso ao estrangeiro. A desagregação dos fluxos migratórios de 2018 por nacionalidade foi estimada (E) pelo Banco de Portugal.

A população estrangeira tem contribuído para o aumento da população ativa não só devido à componente demográfica (população em idade ativa) mas também pela participação no mercado de trabalho (taxa de atividade) (Gráficos C3.1 e C3.3).<sup>33</sup> De facto, a taxa de atividade dos estrangeiros tem sido superior à dos nacionais em cerca de 4 pp, situando-se em cerca de 80% na primeira metade de 2019. A grande maioria destes indivíduos encontrava-se a trabalhar (cerca de 87% da população ativa estrangeira). É de notar que a taxa de atividade dos cidadãos estrangeiros residentes em Portugal é das mais elevadas na área do euro, situando-se 8 pp acima da média, enquanto a taxa de atividade dos nacionais é também superior mas próxima da média da área do euro (Gráfico C3.3).

**Gráfico C3.3 • Taxa de atividade (15 a 64 anos) por nacionalidade | Em percentagem**



Fonte: Eurostat – *Labour Force Survey*. | Notas: A redução pontual observada na taxa de atividade dos estrangeiros em Portugal no primeiro semestre de 2018 deve-se a um aumento da população total estrangeira superior ao da população ativa estrangeira. Os valores para a área do euro apresentados para o primeiro semestre de 2019 correspondem aos do primeiro trimestre do ano.

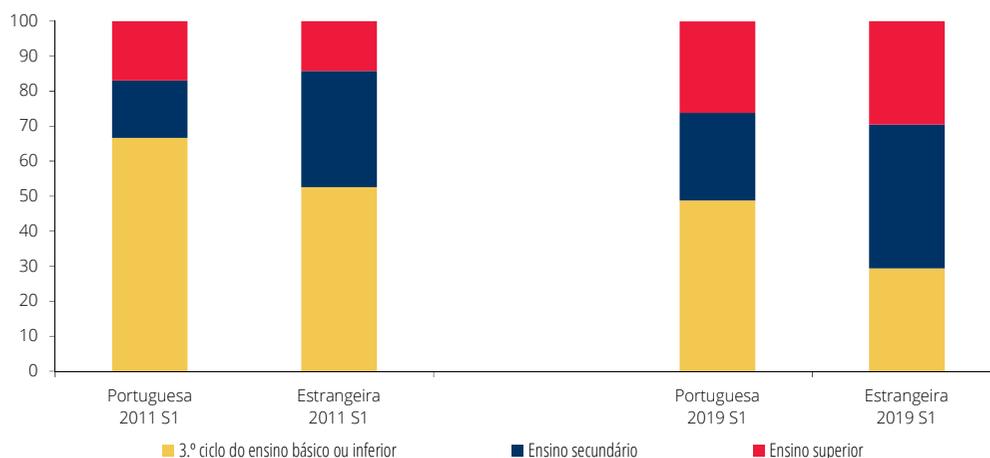
33. A taxa de atividade corresponde ao peso da população ativa sobre a população total em idade ativa.

A taxa de atividade relativamente elevada da população estrangeira em Portugal está relacionada com múltiplas vertentes, de natureza não estritamente económica. No âmbito desta caixa merecem destaque dois fatores.

Em primeiro lugar, a população estrangeira tem uma estrutura etária muito mais jovem que a da população nacional. Em particular, a proporção de indivíduos estrangeiros em idade ativa ascendia a cerca de 80% na primeira metade de 2019, o que contrasta com cerca de 60% no caso da população residente nacional.

Em segundo lugar, o nível de escolaridade médio da população estrangeira é superior ao da população residente nacional (Gráfico C3.4). Nos últimos anos, o nível médio de escolaridade da população residente tem vindo a aumentar significativamente, mas esse incremento tem sido maior entre a população de nacionalidade estrangeira.<sup>34</sup> Entre o primeiro semestre de 2011 e o primeiro semestre de 2019, o peso da população estrangeira entre os 25 e os 64 anos com ensino superior duplicou de 15% para 30%, enquanto nos nacionais essa percentagem passou de 17% para 26%. No mesmo período, a população com nível máximo de ensino correspondente ao ensino básico reduziu-se em cerca de 20 pp em ambos os casos, estando próxima de 30% entre os estrangeiros e ligeiramente abaixo dos 50% no caso dos portugueses.<sup>35</sup>

**Gráfico C3.4 • Nível de escolaridade da população (25 a 64 anos), por nacionalidade | Em percentagem da população com a respetiva nacionalidade**



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

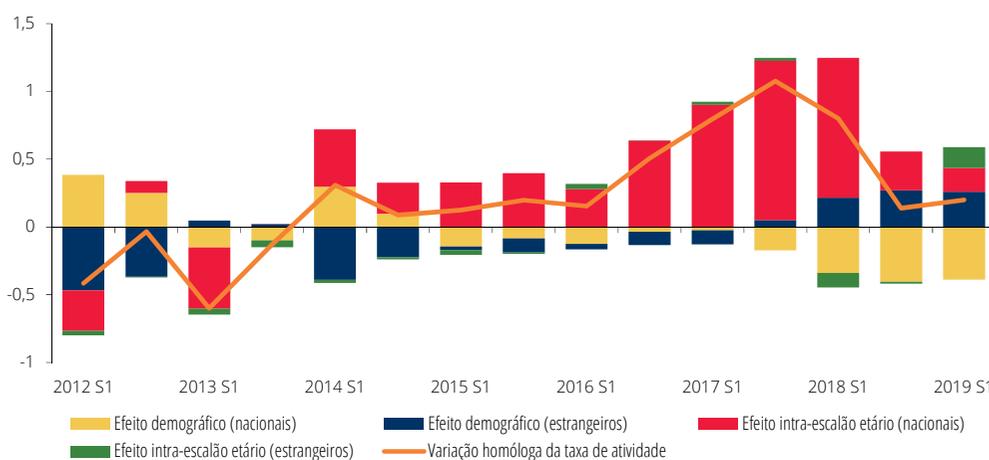
Como referido acima, a taxa de atividade em Portugal tem vindo a aumentar nos últimos anos, com um papel particularmente relevante da população estrangeira. A evolução da taxa de atividade pode ser decomposta entre o efeito da variação do peso relativo de cada escalão etário na população ao longo do tempo (efeito demográfico) e o que decorre da dinâmica da população ativa dentro de cada escalão (efeito intra-escalão etário). Estes efeitos podem ainda ser decompostos entre nacionais e estrangeiros (Gráfico C3.5).

34. Os resultados do módulo *ad hoc* do *Inquérito ao Emprego* realizado no segundo trimestre de 2014 demonstravam ainda que o nível de escolaridade era superior para os descendentes de imigrantes (residentes com *background* imigratório) comparativamente com a população sem *background* imigratório.

35. Recorde-se que no ano letivo 2012/13 teve início o alargamento da escolaridade obrigatória de 9 para 12 anos, mas essa alteração ainda não está refletida nesta análise que apenas abrange indivíduos acima dos 24 anos. Por esta razão a percentagem de indivíduos com ensino básico tenderá a diminuir de forma mais acentuada nas próximas décadas.

Desde 2015 que o efeito demográfico da população de nacionalidade portuguesa tem sido sistematicamente negativo, dado o peso crescente dos escalões etários mais elevados (que têm taxas de atividade mais reduzidas). Pelo contrário, desde meados de 2017 o efeito demográfico da população estrangeira tem tido um impacto positivo, refletindo alterações na estrutura etária no sentido do rejuvenescimento da população ativa. É de destacar o contributo da população ativa estrangeira com menos de 35 anos de idade. O efeito intra-escalão etário tende a evoluir de forma mais próxima com a situação cíclica da economia, uma vez que, para além do carácter estrutural comum ao efeito demográfico, apresenta também uma componente cíclica. A partir do segundo semestre de 2013, este efeito tem sido positivo para os nacionais, associado ao aumento da taxa de atividade nos diversos escalões etários, com destaque para a faixa etária dos 55 aos 64 anos de idade. No caso dos cidadãos com nacionalidade estrangeira, o efeito intra-escalão etário tem sido relativamente contido mas tornou-se positivo no primeiro semestre de 2019 com o aumento acentuado da taxa de atividade dos indivíduos com 15 a 24 anos de idade.

**Gráfico C3.5 • Decomposição da variação homóloga da taxa de atividade (15 a 64 anos) por escalão etário e nacionalidade, entre efeito demográfico e intra-escalão etário | Em pontos percentuais**



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

Em suma, a recuperação dos fluxos imigratórios de estrangeiros tem contribuído positivamente para a oferta de trabalho em Portugal no período mais recente. Pelas suas características – tipicamente mais jovem, com maior nível de escolaridade e maior taxa de atividade – a população estrangeira poderá também potenciar a dinâmica do mercado de trabalho nos anos vindouros. Apesar dos fluxos migratórios evoluírem muito em linha com a situação cíclica da economia, outros fatores como os incentivos fiscais, a perceção de Portugal como um país seguro e o *Brexit* estarão a contribuir para o aumento da imigração. No entanto, no conjunto de indicadores de atratividade de talentos compilados pela OCDE, Portugal encontra-se numa posição intermédia, o que significa que, no contexto de integração crescente dos mercados a nível global, deverão ser reforçadas as condições internas de competitividade para atração e retenção dos jovens em idade ativa.<sup>36</sup>

36. A este propósito consultar OECD (2019). “Measuring and assessing talent attractiveness in OECD countries; Social, Employment and Migration”, *Working Papers* n.º 229: no conjunto dos 35 países avaliados em termos de atratividade, Portugal surge em 21.º lugar nos trabalhadores muito qualificados (com mestrado ou doutoramento), em 23.º no caso dos empreendedores e em 16.º nos estudantes universitários. No conjunto dos 15 países da área do euro considerados, a posição de Portugal nestes três *rankings* é 9.ª, 11.ª e 5.ª, respetivamente.

#### Caixa 4 • As práticas de gestão em Portugal numa perspetiva internacional

Vários estudos empíricos e teóricos têm procurado explicar os elevados diferenciais de produtividade entre países ou entre empresas do mesmo país. Neste contexto, o papel das práticas de gestão tem ganhado peso enquanto fator explicativo. O trabalho de Bloom et al. (2016)<sup>37</sup> constitui uma referência nesta literatura e revela que aproximadamente 30% das diferenças na produtividade são atribuíveis às práticas de gestão.

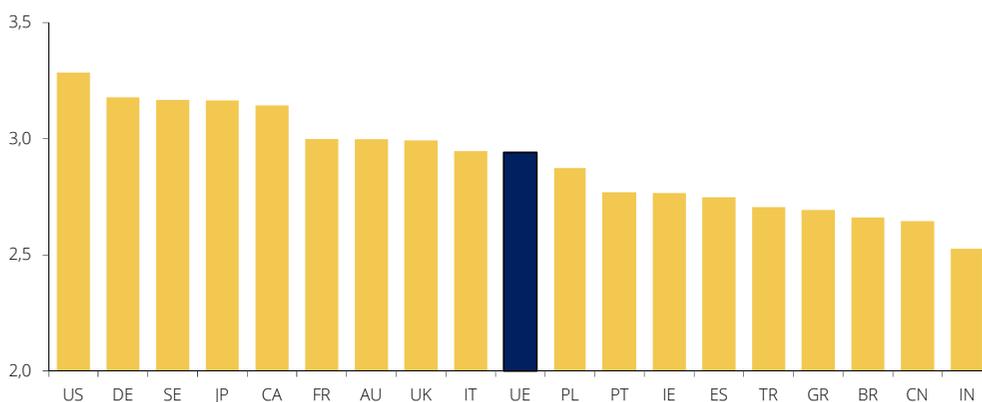
Esta caixa analisa a informação da base de dados do World Management Survey, permitindo avaliar as práticas de gestão em Portugal num contexto internacional. Esta base de dados está disponível online e contém informação obtida junto de empresas da indústria transformadora ao longo do período 2004-2014, tendo por base questionários dirigidos aos gestores de 11 702 empresas que operam em 35 países.<sup>38</sup>

A cada empresa é dada uma avaliação de 1 (mínimo) a 5 (máximo) num conjunto de 18 perguntas, divididas em 4 dimensões diferentes: operações, objetivos, pessoas e monitorização. Na dimensão “operações” é avaliada a introdução de novas formas de produção, a documentação sobre os processos e qual a razão para a sua implementação. Na dimensão “objetivos” são avaliados os tipos de objetivos que são propostos pela empresa, se estes se ajustam à sua realidade e a transparência dos mesmos. Na dimensão “pessoas” é avaliada a forma como a empresa se relaciona com os seus colaboradores, como retém os mais importantes, como se desenvolvem as suas competências e se implementa uma cultura de elevado desempenho. Finalmente, na dimensão “monitorização” é feita uma análise à capacidade da empresa em medir o desempenho dos seus colaboradores e a sua produção, de ter controlo de qualidade e indicadores de desempenho pré-estabelecidos. No final, cada empresa tem uma avaliação que é o resultado da média das classificações nas 18 questões específicas.

Para Portugal, a base de dados contém informação para 193 empresas, distribuídas por diferentes indústrias e com diferentes dimensões em termos do número de trabalhadores. A dimensão da amostra para Portugal é limitada mas comparável à existente para outros países. Na base de dados não são disponibilizadas outras variáveis caracterizadoras da empresa, nem existe garantia de representatividade. Ainda assim, a análise dos resultados permite obter algumas conclusões importantes.

O Gráfico C4.1 apresenta o valor do índice global de qualidade de gestão para um conjunto selecionado de países, incluindo os Estados Unidos e os países da União Europeia presentes na base de dados.

**Gráfico C4.1 • Índice global de qualidade de gestão | Mín 1 – Máx 5**



Fonte: World Management Survey (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: US-Estados Unidos, DE-Alemanha, SE-Suécia, JP-Japão, CA-Canadá, FR-França, AU-Austrália, UK-Reino Unido, IT-Itália, EU-União Europeia, PL-Polónia, PT-Portugal, IE-Irlanda, ES-Espanha, TR-Turquia, GR-Grécia, BR-Brasil, CN-China, IN- Índia.

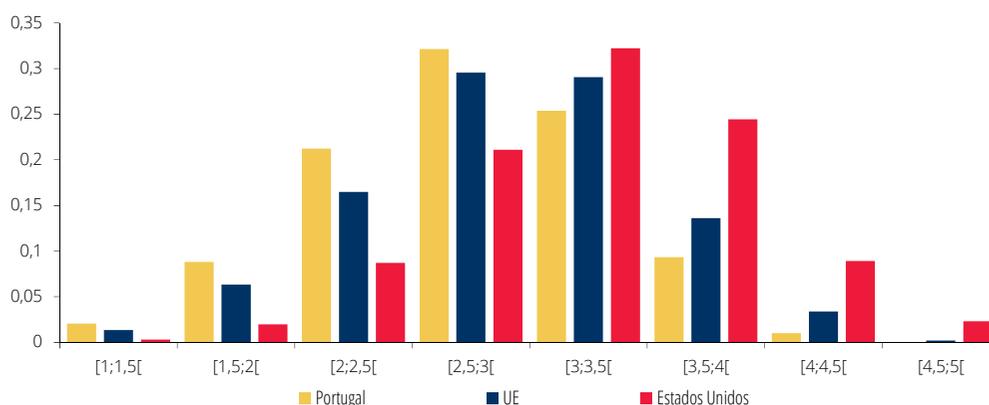
37. Bloom, Nicholas, Raffaella Sadun, e John Van Reenen (2016). “Management as a Technology?” *Working Paper 22327*, National Bureau of Economic Research.

38. Veja-se <https://worldmanagementsurvey.org/>

Os Estados Unidos surgem como o país líder em termos de práticas de gestão, com um índice de 3,3 num máximo de 5, seguindo-se a Alemanha com um valor de 3,2. As empresas portuguesas situam-se na metade inferior deste conjunto de países, registando um valor de 2,8, ligeiramente inferior à média da União Europeia (2,9) e semelhante ao registado pelas empresas irlandesas e espanholas.

O Gráfico C4.2 apresenta o histograma com as frequências relativas do índice global da qualidade de gestão nos Estados Unidos, na UE e em Portugal. Neste contexto, identificam-se claras diferenças na distribuição das empresas para os intervalos considerados, sendo as empresas americanas dominantes nos intervalos correspondentes às melhores práticas. Em contraste, as empresas portuguesas posicionam-se maioritariamente na aba esquerda da distribuição. Adicionalmente, observa-se uma significativa dispersão dentro de cada país, ou seja existem empresas bem e mal geridas em cada um deles. Existem empresas portuguesas com níveis do indicador de qualidade de gestão entre 4 e 4,5, embora não existam observações para o último (melhor) intervalo do indicador.

**Gráfico C4.2 • Distribuição do índice global da qualidade de gestão**



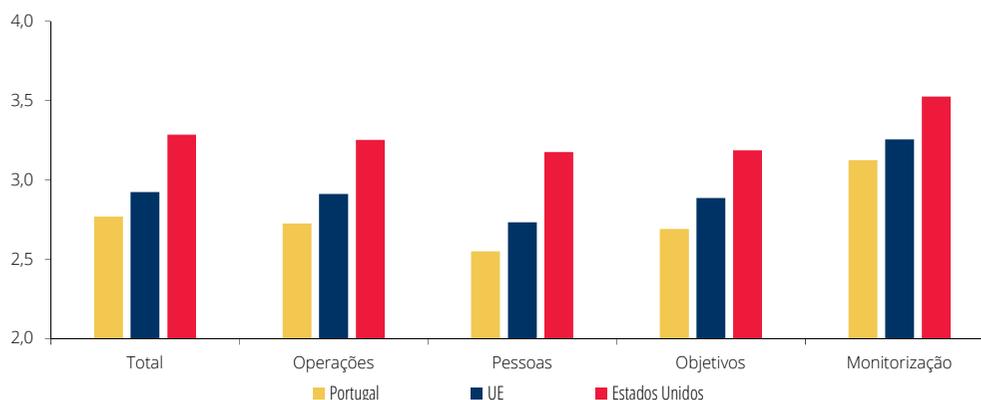
Fonte: World Management Survey (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O eixo horizontal reporta o índice global de qualidade de gestão (mínimo=1, máximo=5).

O Gráfico C4.3 apresenta a decomposição do índice global de qualidade de gestão em cada uma das suas quatro componentes para os Estados Unidos, UE e Portugal. A prevalência de melhores práticas de gestão nos Estados Unidos face à média das empresas da UE, e destas face às portuguesas, encontra-se presente em todas as dimensões da gestão. A dimensão relacionada com a gestão dos recursos humanos é aquela que apresenta um pior desempenho na média das empresas portuguesas e europeias inquiridas. Na dimensão “monitorização” as empresas portuguesas apresentam um desempenho superior a 3 e com maior proximidade face às práticas de gestão da UE e dos Estados Unidos. Nos Estados Unidos, o desempenho é mais uniforme nas quatro categorias consideradas. O desempenho final das empresas em termos de produtividade tenderá a beneficiar deste equilíbrio, ao invés de um cenário onde boas práticas numa determinada área de gestão convivem com más práticas noutra.

Uma variável normalmente associada à qualidade da gestão das empresas é a sua dimensão. As empresas maiores tendem a profissionalizar a gestão e a separar a gestão da propriedade, aspectos tipicamente associados a melhores práticas empresariais. O Gráfico C4.4 apresenta a distribuição do indicador de qualidade de gestão de acordo com classes de dimensão das empresas definidas com base no número de empregados. A menor classe de dimensão considerada na base de dados, em todos os países considerados, corresponde a empresas com um número de trabalhadores entre 50 e 100. Tal significa que não são inquiridas micro e pequenas empresas, que representam a maioria do tecido empresarial português. O Gráfico C4.4 mostra que, nos diferentes espaços geográficos,

as empresas de maior dimensão são efetivamente melhor geridas. Adicionalmente, as maiores empresas portuguesas apresentam índices relativamente mais próximos das empresas europeias e americanas, ou seja, os ganhos potenciais em termos de melhoria na qualidade de gestão centram-se nas empresas de menor dimensão.

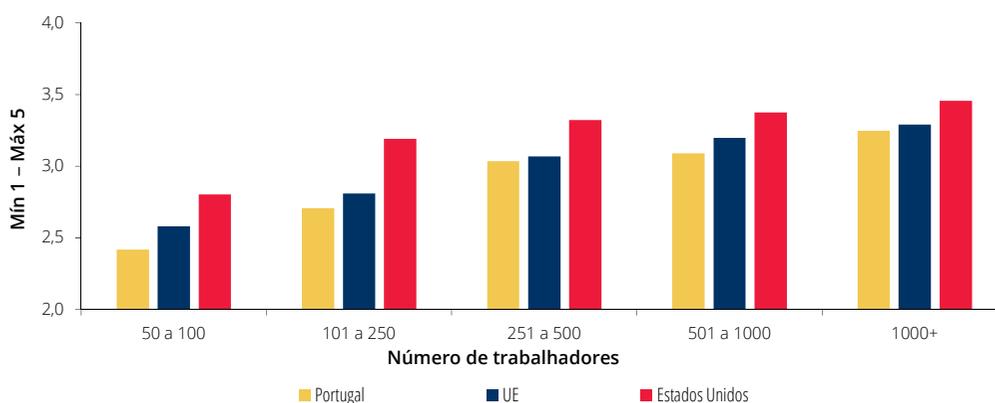
**Gráfico C4.3 • Dimensões do índice de qualidade de gestão | Mín 1 – Máx 5**



Fonte: World Management Survey (cálculos do Banco de Portugal).

Em síntese, na amostra de empresas considerada no World Management Survey, observa-se heterogeneidade nas práticas de gestão entre países e dentro dos países. Adicionalmente, é patente uma associação entre a dimensão das empresas e a qualidade de gestão, existindo provavelmente causalidade em ambos os sentidos, ou seja as empresas melhor geridas tenderão a crescer mais do que as restantes e as empresas maiores disporão de meios que proporcionam a adoção de melhores práticas. No que concerne às empresas portuguesas, é notória a existência de uma forte margem de progresso em termos das suas práticas de gestão. Embora Portugal apresente índices inferiores aos da média da UE em todas as dimensões, a área da gestão recursos humanos é a que apresenta piores resultados. A criação de condições para a continuação das tendências de aumento da escolaridade dos gestores e de progressiva separação entre a propriedade e gestão das empresas, em paralelo com o aumento da sua dimensão média, tenderá a favorecer a qualidade da gestão e, consequentemente, a produtividade da economia portuguesa.

**Gráfico C4.4 • Índice global de qualidade de gestão por dimensão de empresa**



Fonte: World Management Survey (cálculos do Banco de Portugal).

## 6 Procura

### A atividade económica desacelerou ligeiramente no primeiro semestre de 2019

A economia portuguesa continuou a expandir-se no primeiro semestre de 2019. De acordo com a informação de contas nacionais na base 2016 recentemente divulgada, o PIB real cresceu 2,0% em termos homólogos, o que representa uma ligeira desaceleração face ao segundo semestre de 2018 (Quadro I.6.1). A Caixa 5 deste *Boletim Económico* apresenta uma análise dos impactos das revisões associadas à nova base de contas nacionais.

O crescimento da atividade em Portugal superou o observado em média na área do euro, onde o PIB aumentou 1,2% em termos homólogos. O diferencial de crescimento em termos de PIB *per capita* foi positivo (1,0 pp), o que já se verifica desde a primeira metade de 2013. Numa perspetiva de mais longo prazo, esta evolução recente não altera a conclusão de que, em termos acumulados, os níveis de rendimento *per capita* na economia portuguesa não convergiram com a média europeia nas últimas décadas, como discutido no Tema em destaque deste *Boletim Económico*.

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

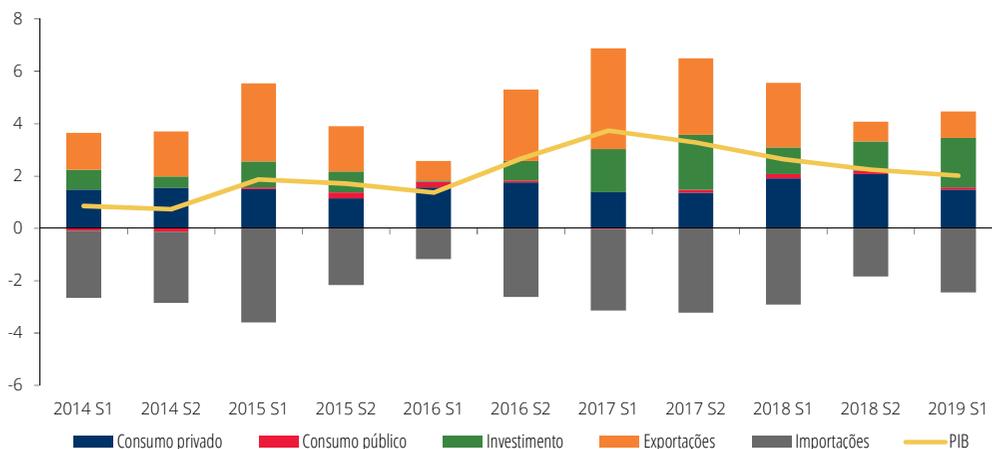
	% do PIB em 2018	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga		
		2016	2017	2018	2018 S1	2018 S2	2019 S1
PIB	100,0	2,0	3,5	2,4	2,6	2,2	2,0
Procura interna	99,9	2,2	3,3	3,3	3,1	3,4	3,5
Consumo privado	64,8	2,6	2,1	3,1	3,0	3,2	2,3
Consumo público	17,0	0,8	0,2	0,9	0,9	0,8	0,5
Investimento	18,1	2,5	11,9	6,2	6,1	6,3	11,0
FBCF	17,6	2,5	11,5	5,8	6,2	5,5	9,5
Variação de existências <sup>(a)</sup>	0,6	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3
Exportações	43,5	4,4	8,4	3,8	5,9	1,8	2,3
Importações	43,4	5,0	8,1	5,8	7,3	4,4	5,8
Contributo da procura interna líquida de importações <sup>(b)</sup>		1,1	1,6	1,7	1,5	1,9	1,7
Contributo das exportações líquidas de importações <sup>(b)</sup>		0,9	1,9	0,8	1,1	0,4	0,3
<i>Por memória:</i>							
PIB – taxa de variação em cadeia					1,3	0,9	1,1
PIB – área do euro		1,9	2,7	1,9	2,4	1,4	1,2

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

A ligeira redução da taxa de variação homóloga do PIB em Portugal tem subjacente uma estabilização do contributo da procura interna – dado que a desaceleração do consumo privado e público foi compensada pela aceleração do investimento – e um contributo mais negativo da procura externa líquida (Gráfico I.6.1). Quando considerados os contributos destes agregados líquidos de conteúdos

importados, o abrandamento do PIB reflete uma redução dos contributos das exportações e da procura interna. As exportações aceleraram ligeiramente face ao segundo semestre de 2018, mas mantiveram um crescimento inferior ao verificado nos anos anteriores. De facto, a trajetória de desaceleração da atividade observada desde o segundo semestre de 2017 reflete, em grande medida, uma perda de dinamismo das exportações, num contexto de abrandamento do comércio mundial e da procura externa dirigida aos exportadores nacionais (Capítulo 2).

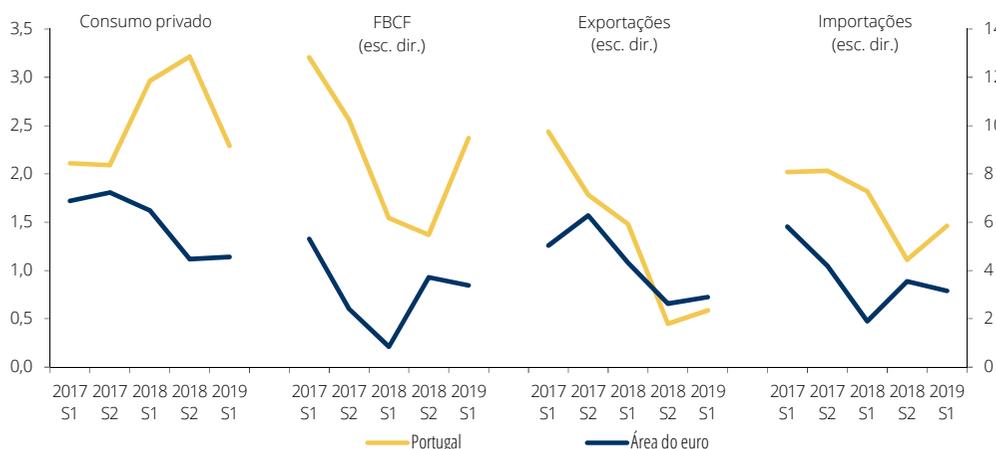
**Gráfico I.6.1 • Contributos para a taxa de crescimento do PIB | Em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: INE.

O comportamento das exportações em Portugal foi semelhante ao observado na área do euro (Gráfico I.6.2) (Capítulo 2). Ao nível da procura interna, o consumo privado manteve um crescimento superior em Portugal, embora tenha abrandado este semestre. A formação bruta de capital fixo (FBCF) acelerou, apresentando um dinamismo muito superior ao observado na área do euro.

**Gráfico I.6.2 • Consumo privado, investimento, exportações e importações em Portugal e na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



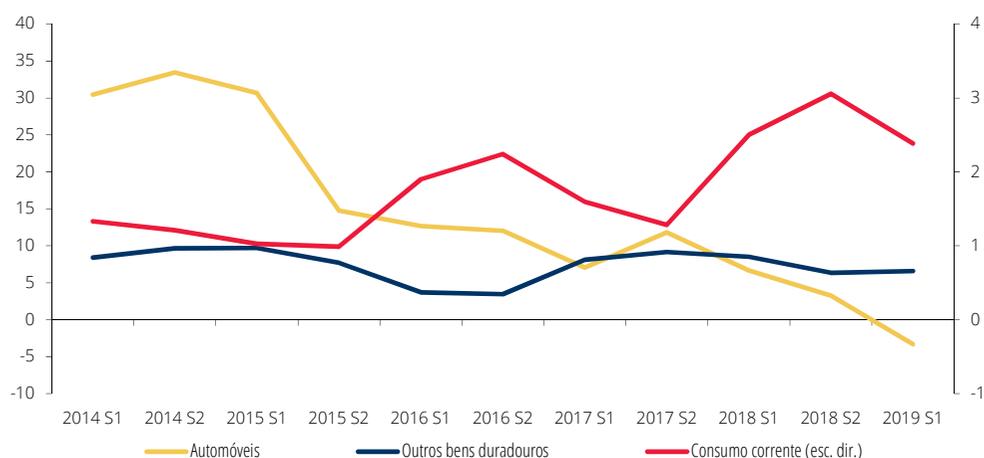
Fontes: Eurostat e INE.

## Abrandamento do consumo privado generalizado ao consumo corrente e duradouro

O consumo privado cresceu 2,3% em termos homólogos no primeiro semestre de 2019, o que compara com 3,2% no semestre anterior. Com esta desaceleração, o crescimento deste agregado aproximou-se do registado pelo PIB. O abrandamento do consumo privado ocorreu num contexto de diminuição da confiança dos consumidores, que permanece contudo bastante acima da respetiva média histórica. No primeiro semestre de 2019, o rendimento disponível real continuou a crescer a um ritmo robusto, refletindo ganhos de emprego, maior crescimento dos salários e a redução da taxa de inflação. A taxa de poupança registou uma diminuição ligeira neste período. Esta evolução, conjugada com a manutenção do dinamismo do investimento residencial, implicou uma nova redução da capacidade líquida de financiamento das famílias.

A desaceleração do consumo privado refletiu um abrandamento do consumo corrente e uma queda nas compras de automóveis ligeiros de passageiros (Gráfico I.6.3). Esta queda poderá estar associada a algum esgotamento do efeito da procura adiada no período da crise por este tipo de bens, à incerteza quanto à tecnologia prevalecente no futuro do mercado automóvel e à expansão de novos serviços e soluções de mobilidade (Caixa 6). A contração das compras de automóveis foi acompanhada por uma queda do novo crédito automóvel no primeiro semestre do ano (Capítulo 3). A despesa nos restantes bens duradouros acelerou ligeiramente, mantendo uma taxa de crescimento robusta.

**Gráfico I.6.3 • Consumo corrente e de bens duradouros | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fonte: INE.

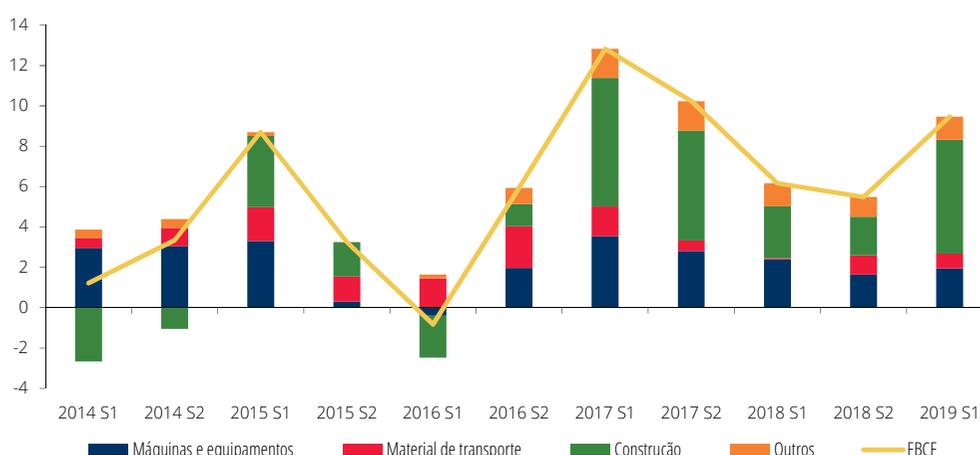
## Investimento acelerou fortemente, refletindo o dinamismo das diversas componentes

No primeiro semestre de 2019, o investimento acelerou, crescendo 11,0% em termos homólogos, o que compara com 6,3% no segundo semestre de 2018. Esta componente da despesa foi a que mais contribuiu para o crescimento do PIB no primeiro semestre de 2019.

A aceleração do investimento esteve essencialmente associada ao comportamento da FBCF, que cresceu muito acima do PIB, apresentando uma taxa de variação homóloga de 9,5% (5,5% no semestre anterior) (Gráfico I.6.4). Por seu turno, o contributo da variação de existências para o crescimento do PIB foi positivo (0,3 pp) e próximo do observado no segundo semestre de 2018 (0,2 pp).

A aceleração da FBCF deveu-se sobretudo ao comportamento das rubricas de máquinas e equipamentos e de construção, com particular destaque para esta última. A FBCF em construção acelerou 7,8 pp face ao último semestre de 2018, apresentando uma variação homóloga de 11,7%. Este dinamismo esteve associado a um aumento significativo dos empréstimos à construção (Capítulo 3). O crescimento da FBCF em máquinas e equipamentos foi também elevado (7,6%, o que compara com 6,7% no semestre anterior). Por fim, a FBCF em material de transporte manteve um crescimento forte (8,3%, após 10,6% no segundo semestre de 2018).

**Gráfico I.6.4 • Contributos para a taxa de variação homóloga da FBCF | Em percentagem e pontos percentuais**



Fonte: INE.

Por setores institucionais, estima-se que tenha ocorrido uma aceleração do investimento no setor privado – em particular da componente empresarial – e no setor público (Capítulo 4).

A FBCF privada empresarial registou uma variação homóloga de 10,1% no primeiro semestre de 2019, que compara com 5,3% no último semestre. A aceleração desta componente do investimento está associada à manutenção de condições de financiamento favoráveis e reflete a necessidade de recuperação e renovação do *stock* de capital, após um longo período de retração do investimento. É de mencionar ainda a execução de alguns projetos de infraestruturas de grande dimensão, em alguns casos beneficiando de financiamento dos fundos europeus (Capítulo 8). O contexto de maior incerteza global associada às tensões protecionistas e o abrandamento do comércio mundial terão influenciado negativamente o indicador de confiança na indústria em Portugal, o que poderá condicionar as decisões de investimento deste setor.

A FBCF privada residencial apresentou uma taxa de variação homóloga de 7,1%, mais 0,6 pp do que no segundo semestre de 2018. A procura por habitação continuou a ser impulsionada pela melhoria da situação no mercado de trabalho e pelas condições favoráveis de financiamento. A procura por parte de não residentes e o dinamismo do turismo e das atividades imobiliárias

relacionadas são outros fatores que continuaram a contribuir para a evolução do investimento residencial. Os preços dos imóveis para habitação voltaram a apresentar um crescimento elevado, em particular em alguns segmentos do mercado de habitação (Capítulo 3).

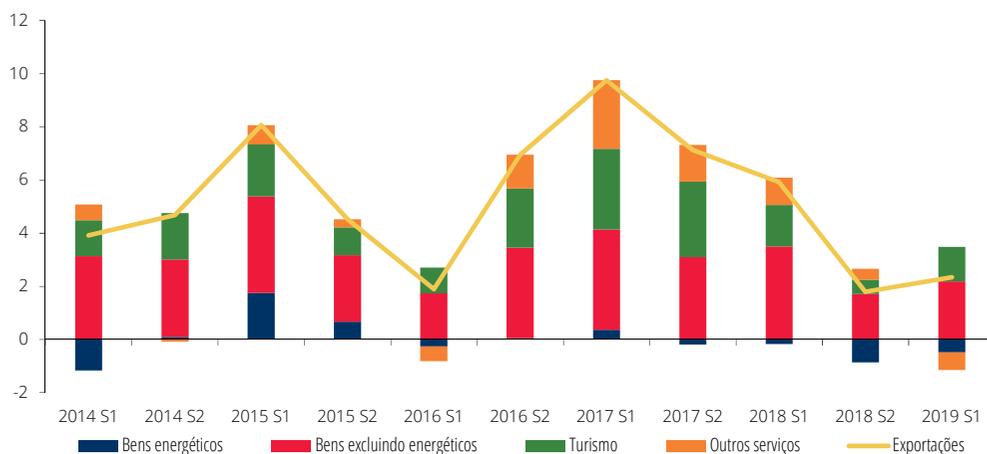
## Os fluxos comerciais com o exterior aceleraram, em particular as importações

Ao nível das trocas de bens e serviços com o exterior, observou-se uma aceleração dos fluxos comerciais no primeiro semestre de 2019, mais marcada no caso das importações.

As exportações de bens e serviços cresceram 2,3% em termos reais, o que compara com 1,8% no segundo semestre de 2018 (3,8% no conjunto do ano de 2018). O crescimento das exportações no primeiro semestre de 2019 foi superior ao da procura nos principais mercados de destino. A procura externa dirigida aos exportadores portugueses desacelerou (de 3,1% em 2018 para 1,8% no primeiro semestre de 2019), num contexto de menor crescimento do comércio internacional, associado ao aumento do protecionismo a nível global (Capítulo 2). Deste modo, voltou a verificar-se um ligeiro ganho de quota nos mercados externos, de 0,5% (0,7% em 2018). Este ganho, à semelhança dos registados nos dois últimos anos, terá estado muito associado aos setores automóvel e do turismo.<sup>39</sup>

A aceleração das exportações conjuga uma aceleração das exportações de bens com uma desaceleração das exportações de serviços (Gráfico 1.6.5). No caso dos bens, o crescimento real foi de 2,7%, o que compara com 1,3% no semestre anterior. Para esta aceleração contribuiu uma redução menos acentuada das exportações de bens energéticos e um maior crescimento das exportações de outros bens.

**Gráfico 1.6.5 • Contributos para a taxa de variação homóloga real das exportações de bens e serviços | Em percentagem e em pontos percentuais**



Fonte: INE.

39. Para mais informações acerca do tema e da metodologia utilizada, consultar a Caixa 3, “Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas”, no *Boletim Económico* de junho de 2018.

Utilizando informação em termos nominais do comércio internacional de bens, com correção de variações sazonais e dias úteis e não considerando aviões em *leasing*<sup>40</sup>, observa-se uma aceleração das exportações de todos os tipos dos bens excluindo energéticos, com destaque para os bens de equipamento. Nas exportações de bens de consumo, as vendas de automóveis de passageiros ao exterior desaceleraram, mas mantiveram um crescimento bastante elevado (Caixa 6). Por destino, a aceleração das exportações nominais de bens excluindo energéticos foi transversal aos mercados intra e extra-UE.

Ao nível das exportações de serviços, a taxa de crescimento real foi de 1,8% na primeira metade de 2019, após 2,6% no segundo semestre de 2018. A desaceleração deveu-se às exportações de outros serviços. As exportações de turismo apresentaram um ritmo robusto (7,4% em termos reais, o que compara com 3,0% no segundo semestre de 2018), num contexto de recuperação de destinos concorrentes.<sup>41</sup>

No caso das importações de bens e serviços, a taxa de crescimento real no primeiro semestre de 2019 situou-se em 5,8%, o que compara com 4,4% no segundo semestre do ano anterior (5,8% no ano de 2018). O maior crescimento em volume das importações face ao das exportações teve um impacto negativo sobre o saldo da balança de bens e serviços (Capítulo 8).

A aceleração das importações esteve associada às importações de bens, observando-se uma desaceleração das importações de serviços. As importações de bens cresceram 5,6%, mais 2,1 pp do que no segundo semestre de 2018. A aceleração nas importações de bens deveu-se à queda menos acentuada das importações de bens energéticos e à aceleração das importações de outros bens.

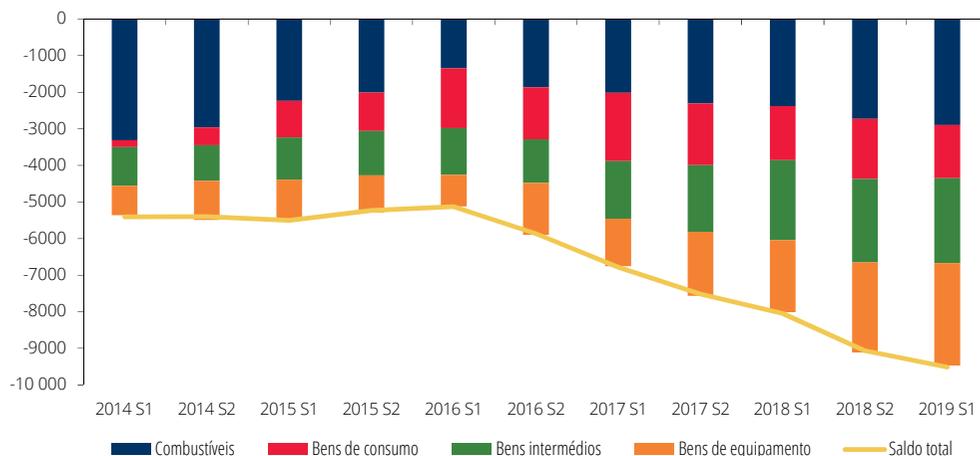
Utilizando informação em termos nominais do comércio internacional de bens, com correção de variações sazonais e dias úteis e não considerando aviões em *leasing*, verifica-se que o crescimento elevado das importações de bens excluindo energéticos é explicado, em particular, pelo comportamento das importações dos bens de equipamento, que aumentaram 13,7% em termos homólogos, ou seja mais 5,1 pp do que no semestre anterior. O aumento significativo deste tipo de importações está relacionado com o forte dinamismo do investimento, em particular, em máquinas e equipamentos.

Refira-se que a redução recente do saldo da balança de bens é explicada pelo saldo mais negativo na componente de bens de equipamento e, em menor medida, dos bens intermédios (Gráfico I.6.6). Relativamente à deterioração face ao período homólogo, é de assinalar também o contributo do défice ao nível dos bens energéticos.

40. Os aviões em *leasing* foram retirados porque apenas afetam as estatísticas de comércio internacional de bens, sendo excluídos dos fluxos de bens das contas nacionais e da balança de pagamentos. Esta exclusão deve-se à não transferência de propriedade subjacente ao regime de *leasing*.

41. Para mais informações, consultar o Tema em destaque do *Boletim Económico* de dezembro de 2018, "Exportações de turismo: desenvolvimentos recentes e perspetivas futuras".

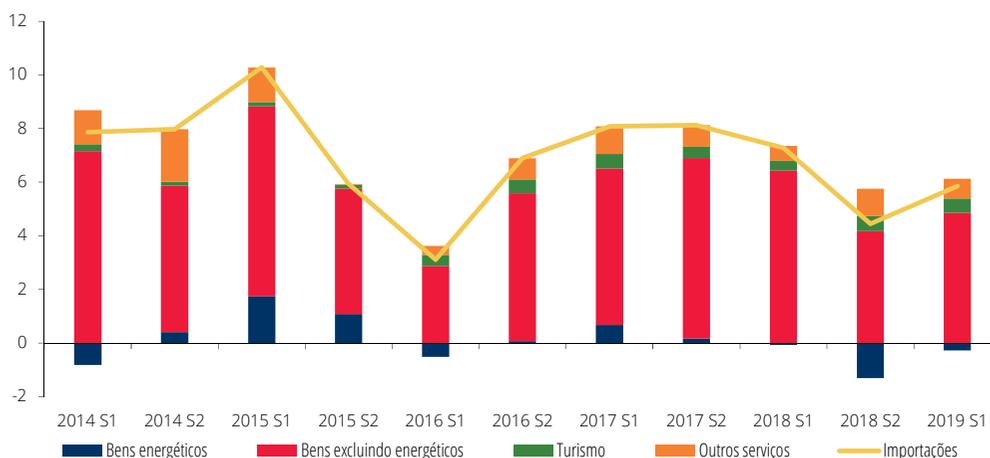
**Gráfico I.6.6 • Saldo externo de mercadorias por tipo de bem | Em milhões de euros**



Fontes: INE – Comércio Internacional (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Dados corrigidos de variações sazonais e dias úteis e excluindo aviões em *leasing*.

As importações de serviços desaceleraram 1,8 pp no primeiro semestre, registando uma taxa de variação homóloga de 5,5%. Esta desaceleração foi comum às importações de turismo e às importações de outros serviços (Gráfico I.6.7).

**Gráfico I.6.7 • Contributos para a taxa de variação homóloga real das importações de bens e serviços | Em percentagem e em pontos percentuais**



Fonte: INE.

## Caixa 5 • Revisão das estatísticas de contas nacionais e da balança de pagamentos

A informação de contas nacionais e as projeções apresentadas neste *Boletim Económico* incorporam as novas séries de contas nacionais na base 2016 para o período 1995-2019, incluindo a conta definitiva de 2017 (anteriormente provisória) e a conta provisória de 2018 (anteriormente apurada apenas no âmbito das contas trimestrais).<sup>42</sup> A análise do boletim inclui também as séries revistas das estatísticas da balança de pagamentos consistentes com a nova base das contas nacionais.<sup>43</sup> Esta caixa apresenta brevemente as principais alterações metodológicas e de fontes subjacentes às revisões e o seu impacto sobre os principais agregados macroeconómicos.

### Alterações metodológicas e de fontes

A revisão da base das contas nacionais ocorre de uma forma coordenada a nível europeu, em geral a cada cinco anos, de modo a incorporar novas fontes de dados e a atualização de metodologias. Este processo visa assegurar uma maior consistência dos dados – tanto ao longo do tempo como entre países – e um melhor retrato da realidade económica.

Nas contas nacionais na base 2016 foram consideradas fontes de informação atualizadas, nomeadamente o inquérito às despesas das famílias, o inquérito ao turismo internacional e os dados revistos das estatísticas da balança de pagamentos. A nível metodológico, procedeu-se a reclassificações entre despesas de consumo privado, consumo público e investimento e verificaram-se alterações na função de depreciação da FBCF em investigação e desenvolvimento e outros ativos intangíveis. Adicionalmente, para os últimos dois anos, as alterações refletiram essencialmente a incorporação de informação mais ampla e detalhada, em linha com os procedimentos habituais de apuramento das contas nacionais definitivas e provisórias.<sup>44</sup>

As revisões das estatísticas externas incluíram a atualização das fontes de informação e metodologias existentes, a utilização de novas fontes, melhorias no processo de compilação e uma maior consistência com a conta do resto do mundo da responsabilidade do INE. A principal reavaliação decorre da inclusão de uma nova fonte de informação administrativa relativa a prestações sociais recebidas do exterior. Esta fonte permitiu assegurar uma melhor cobertura das prestações sociais recebidas por portugueses que trabalharam no estrangeiro e recebem uma pensão de reforma do exterior, bem como das prestações sociais recebidas por aposentados estrangeiros que residem em Portugal. Tal conduziu a um aumento do saldo da balança de rendimento secundário. Nesta balança é ainda de referir o impacto de uma nova metodologia para o cálculo dos impostos pagos e recebidos relativos aos rendimentos de investimento. Adicionalmente, destaca-se a incorporação de informação complementar relativa às compras através do comércio eletrónico, por parte de particulares, de bens de países da União Europeia e a revisão da rubrica de viagens e turismo, decorrente de alterações metodológicas e incorporação de novas fontes de dados. Estas revisões tiveram um impacto negativo no saldo da balança de bens, no primeiro caso, e aumentaram o saldo da balança de serviços, no segundo caso, refletindo-se ainda na evolução das exportações e importações, em particular de serviços.

42. Veja-se destaque do INE de 23 de Setembro de 2019 “*Contas Nacionais Anuais – Base 2016, 1995-2018*”.

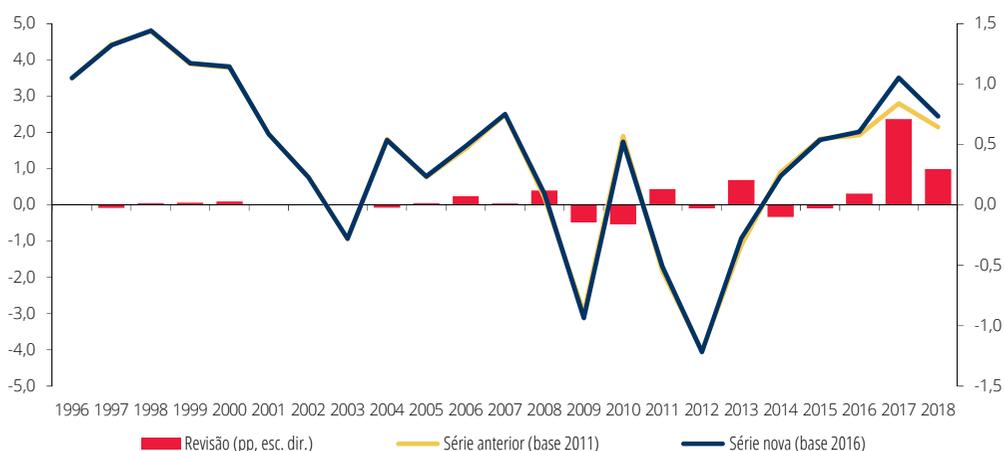
43. Veja-se Nota de Informação Estatística “*Contas nacionais financeiras – 2.º trimestre de 2019 e revisão das contas nacionais financeiras e estatísticas externas*”.

44. As contas nacionais provisórias, divulgadas 9 meses após o fim do ano de referência, já incorporam alguma informação anual, nomeadamente a relativa aos resultados preliminares da Informação Empresarial Simplificada e aos dados revistos do comércio internacional. No entanto, as contas nacionais definitivas, divulgadas 21 meses após o fim do ano de referência, incluem um maior grau de detalhe e consideram fontes de informação mais sólidas e completas do que a versão provisória, tendo subjacente um maior tratamento da informação de base. Deste modo, aquando da divulgação da versão definitiva das contas de um determinado ano é expectável que ocorram revisões mais significativas.

## Impacto das revisões nas estatísticas da economia portuguesa

No que se refere ao período 1995-2016, para o qual as contas tinham já um carácter definitivo, o impacto das revisões no PIB foi limitado, quer em termos do nível da série nominal quer nas taxas de variação anual em volume (Gráfico C5.1). Verificaram-se, no entanto, alterações mais substanciais na composição, refletindo a incorporação de nova informação e as reclassificações nas componentes da despesa.

**Gráfico C5.1 • Taxa de variação em volume do PIB e revisão | Em percentagem e em pontos percentuais**



Fonte: INE.

Para os anos de 2017 e 2018, as revisões do PIB foram mais significativas, apontando para um maior crescimento da atividade económica face ao anteriormente divulgado. Em 2017, a taxa de variação anual do PIB real foi revista em 0,7 pp, para 3,5%. Este resultado traduziu em larga medida a incorporação de informação estatística mais completa e detalhada e o exercício de equilíbrio de recursos/empregos decorrente dos procedimentos de apuramento das contas definitivas. Em termos de componentes da despesa, destacam-se as revisões em alta das taxas de variação em volume do investimento – refletindo a reavaliação da FBCF em construção e em produtos de propriedade intelectual, bem como da variação de existências – e das exportações, em particular de serviços (Quadro C5.1). As contas provisórias para 2018 agora divulgadas incorporam também uma revisão em alta do crescimento da economia (de 0,3 pp, para 2,4%), associada a um maior dinamismo do consumo privado e do investimento na nova base, por sua vez refletindo um maior crescimento das importações. As revisões na evolução do consumo privado de residentes e das importações em 2018 são, em parte, reflexo das alterações nas séries da balança de pagamentos relativas ao comércio de serviços.

No primeiro semestre de 2019, a taxa de variação homóloga do PIB em volume foi igualmente reavaliada em alta (em 0,2 pp), devido à incorporação dos novos valores anuais e subsequente reestimação dos modelos subjacentes às contas trimestrais.

Nos dois últimos anos, as revisões da taxa de crescimento do VAB foram superiores às do PIB, refletindo um maior crescimento na indústria transformadora e, de forma relativamente generalizada, nos serviços. As variações do emprego total e por conta de outrem mantiveram-se inalteradas.

**Quadro C5.1 • Taxa de variação em volume do PIB, componentes e revisão | Em percentagem e em pontos percentuais**

	Base 2016				Revisões face à base 2011 (em pp)			
	2016	2017	2018	2019 S1	2016	2017	2018	2019 S1
Produto interno bruto	2,0	3,5	2,4	2,0	0,1	0,7	0,3	0,2
Consumo privado	2,6	2,1	3,1	2,3	0,1	-0,2	0,5	0,2
Consumo público	0,8	0,2	0,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Investimento	2,5	11,9	6,2	11,0	0,7	2,7	0,8	1,0
FBCF	2,5	11,5	5,8	9,5	0,2	2,3	1,3	0,2
Procura interna	2,2	3,3	3,3	3,5	0,2	0,3	0,5	0,3
Exportações	4,4	8,4	3,8	2,3	0,1	0,6	0,2	-0,5
Importações	5,0	8,1	5,8	5,8	0,3	0,0	1,0	0,2
VAB	1,6	3,3	2,1	1,6	0,0	0,9	0,4	0,0

Fonte: INE.

Por setor institucional, é de assinalar, no caso dos particulares, a revisão em alta de quase toda a série da taxa de poupança (Gráfico C5.2).<sup>45</sup> Em 2018, a subida ascendeu a 1,9 pp, para 6,5% do rendimento disponível. O nível do rendimento disponível nominal passou a ser mais elevado na nova série, em resultado da incorporação dos novos dados da balança de pagamentos relativos às prestações sociais recebidas do exterior e, no contexto do exercício de consistência entre contas não financeiras e contas financeiras<sup>46</sup>, da reafetação de rendimentos de propriedade entre sociedades não financeiras e particulares. A revisão em alta da poupança dos particulares refletiu-se numa reavaliação no mesmo sentido da capacidade de financiamento deste setor.

**Gráfico C5.2 • Taxa de poupança dos particulares e revisão | Em percentagem do rendimento disponível e pontos percentuais**

Fonte: INE.

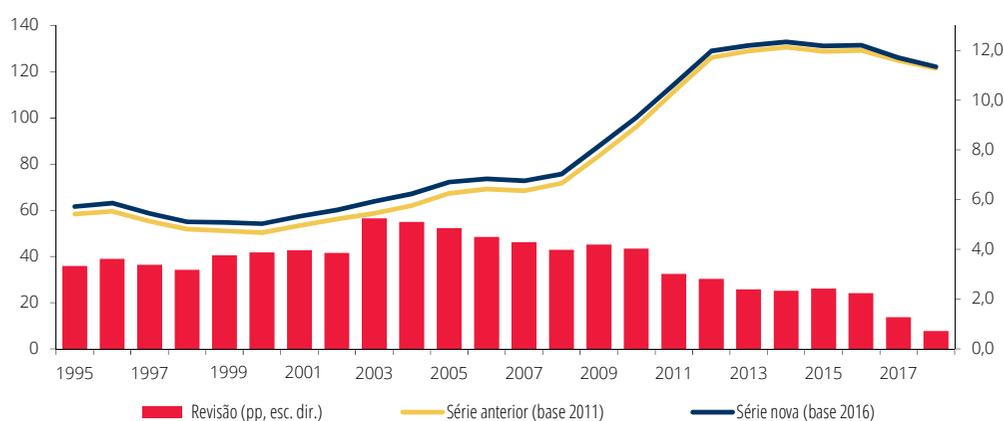
As alterações nas contas do setor institucional das administrações públicas foram devidas essencialmente ao seguimento de novas orientações metodológicas que constam da edição de 2019 do Manual do Défice e da Dívida das Administrações Públicas (MDD) e de recomendações emitidas pelo

45. Veja-se destaque do INE de 23 de Setembro de 2019 "Contas Nacionais Trimestrais por Setor Institucional (Base 2016)".

46. As contas financeiras, da responsabilidade do Banco de Portugal, foram também revistas no âmbito deste processo. Veja-se Nota de Informação Estatística "Contas nacionais financeiras – 2.º trimestre de 2019 e revisão das contas nacionais financeiras e estatísticas externas".

Eurostat.<sup>47</sup> As revisões no valor do saldo orçamental tiveram um impacto negligenciável no período mais recente, tendo assumido uma magnitude mais considerável no período entre 2003 e 2016.<sup>48</sup> Entre as alterações metodológicas, destacam-se: (i) o tratamento da titularização de créditos tributários e contributivos; (ii) o registo de transferências da União Europeia intermediadas por entidades públicas; (iii) a alteração da classificação setorial da TAP, SGPS para fora do perímetro das administrações públicas a partir de 2016 e incorporação de perdas adicionais da mesma empresa no período anterior à privatização; e (iv) o registo das receitas das licenças UMTS 4G.<sup>49</sup> As disposições da nova edição do MDD levaram também a que as estatísticas da dívida pública passassem a incluir a capitalização acumulada dos certificados de aforro, implicando uma reavaliação em alta da dívida pública desde 1995, que ascendeu a 2,1 pp em 2018.<sup>50</sup> Este aumento, conjugado com a subida do PIB nominal, traduziu-se numa revisão de 0,7 pp do rácio da dívida pública em 2018 (Gráfico C5.3).

**Gráfico C5.3 • Dívida pública na ótica de Maastricht e revisão | Em percentagem do PIB e em pontos percentuais**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

As novas estatísticas da balança de pagamentos apresentam um aumento do saldo da balança corrente e de capital. A alteração é mais notória nos últimos três anos e está associada à evolução da balança de rendimento secundário, refletindo, como referido acima, os novos valores para as prestações sociais recebidas do exterior (Gráficos C5.4 e C5.5). O saldo da balança de bens e serviços foi revisto em baixa, em particular a partir de 2012, refletindo o impacto, acima referido, do comércio eletrónico nas importações de bens. No ano de 2018, a revisão em alta do saldo da balança corrente e de capital foi de cerca de 1 pp, para 1,4% do PIB. Em contraste, o saldo da balança de bens e serviços baixou 0,2 pp, para 0,8% do PIB.

A posição de investimento internacional também foi reavaliada, não só na componente de transações e de posições, mas também no que se refere às variações de preço, variações cambiais e a outros ajustamentos. Nos anos mais recentes, a revisão foi no sentido de um saldo da posição de investimento internacional mais negativo (Gráfico C5.6). No final de 2018, de acordo com a nova série, a posição de investimento internacional fixou-se em -105,6% do PIB, cerca de menos 5 pp face à anterior série.

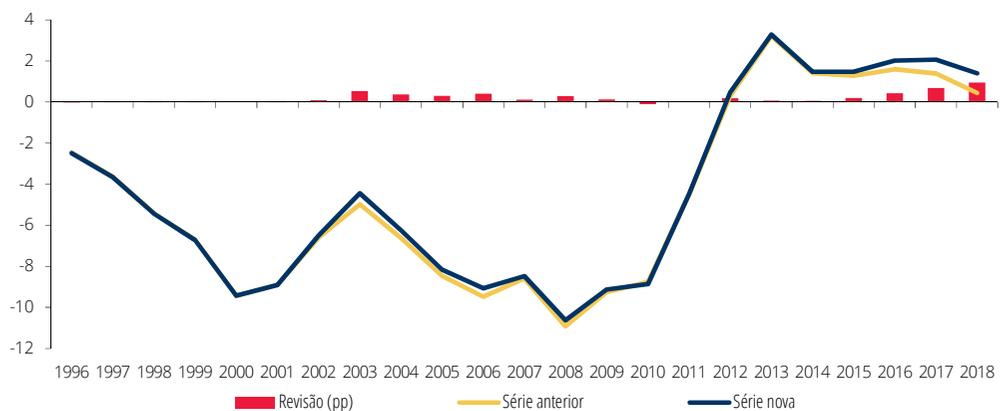
47. Veja-se Destaque do INE de 23 de Setembro de 2019 "Principais agregados das administrações públicas 1995-2018".

48. As revisões mais expressivas do saldo orçamental correspondem a um aumento do défice em 1,2 e 0,5 pp do PIB em 2003 e 2012, respetivamente. No restante período, observaram-se alterações ligeiras (inferiores a 0,3 pp), quer com impacto positivo, quer negativo, consoante os anos.

49. De notar que a dívida da TAP, SGPS contraída no período anterior a 2016 continua a ser da responsabilidade da Parpública, pelo que a privatização mencionada acima não teve impacto significativo na dívida das administrações públicas.

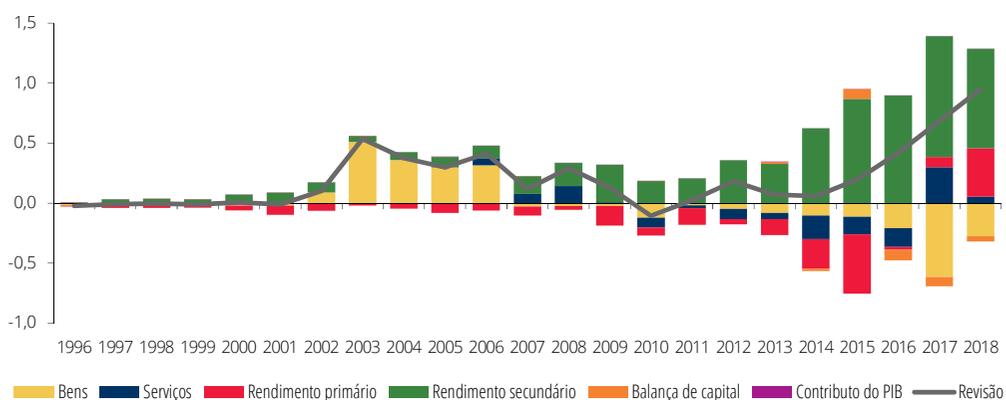
50. Ver Nota de Informação Estatística – Revisão metodológica das estatísticas da dívida pública.

**Gráfico C5.4 • Balança corrente e de capital – saldo e revisão | Em percentagem do PIB e em pontos percentuais**



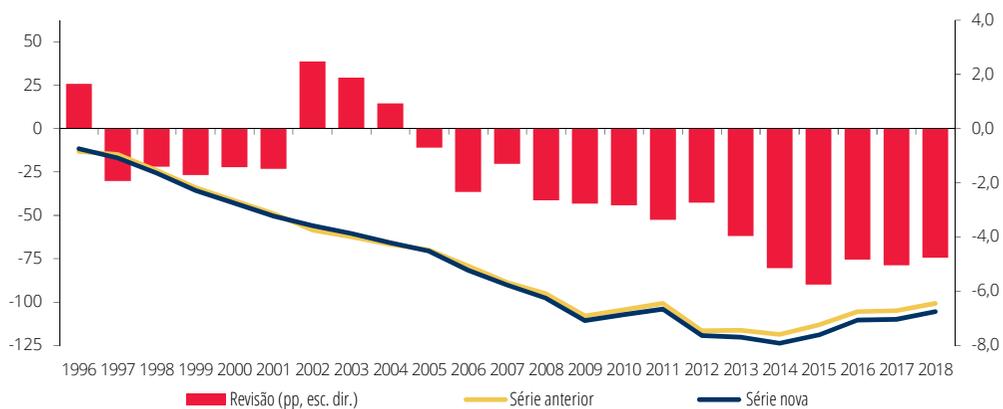
Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico C5.5 • Decomposição da revisão do saldo da balança corrente e de capital | Em pontos percentuais**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico C5.6 • Posição de investimento internacional – saldo e revisões | Em percentagem do PIB e em pontos percentuais.**

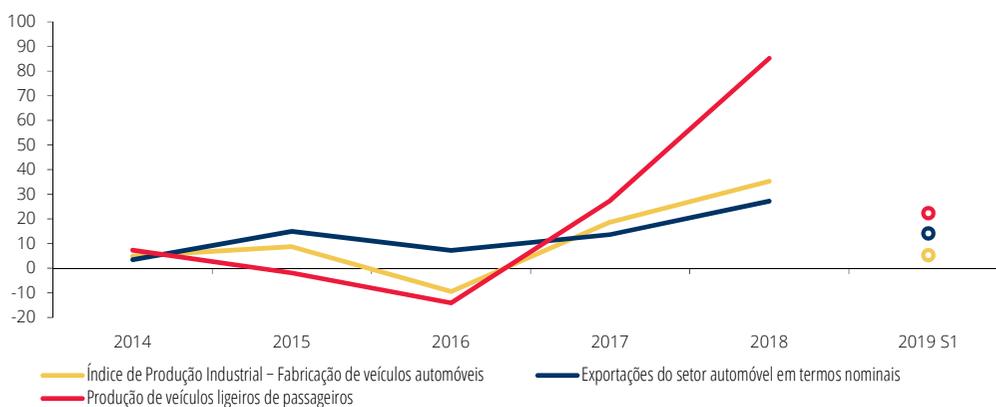


Fontes: INE e Banco de Portugal.

## Caixa 6 • A produção automóvel em Portugal: caracterização, evolução recente e desafios

O setor de produção automóvel em Portugal tem apresentado um dinamismo elevado desde a segunda metade de 2017, com reflexo positivo sobre as exportações de bens. O número de veículos ligeiros de passageiros produzidos aumentou 22,3% no primeiro semestre de 2019 em termos homólogos, após um crescimento de 85,6% em 2018 e 27,7% em 2017, refletindo o aumento de capacidade do setor, associado em parte à entrada em produção de novos modelos (Gráfico C6.1). A quase totalidade da produção nacional destina-se a exportação, pelo que as exportações de veículos automóveis ligeiros de passageiros, em termos nominais, também se mantiveram dinâmicas no primeiro semestre de 2019. Em contraste, a evolução recente do setor a nível europeu tem sido relativamente fraca, registando-se mesmo uma quebra de 1,4% na produção de veículos automóveis ligeiros de passageiros na UE em 2018 (-2% para o total dos veículos automóveis). No primeiro semestre de 2019, este perfil de queda deverá ter-se mantido. Esta evolução ao nível europeu está ligada a fenómenos conjunturais mas também a questões mais estruturais, que criam incerteza quanto às perspetivas a médio prazo para o setor. Esta caixa procura analisar estas questões, contextualizando a importância do setor em Portugal.

Gráfico C6.1 • Indicadores de produção e exportação de automóveis | Em percentagem

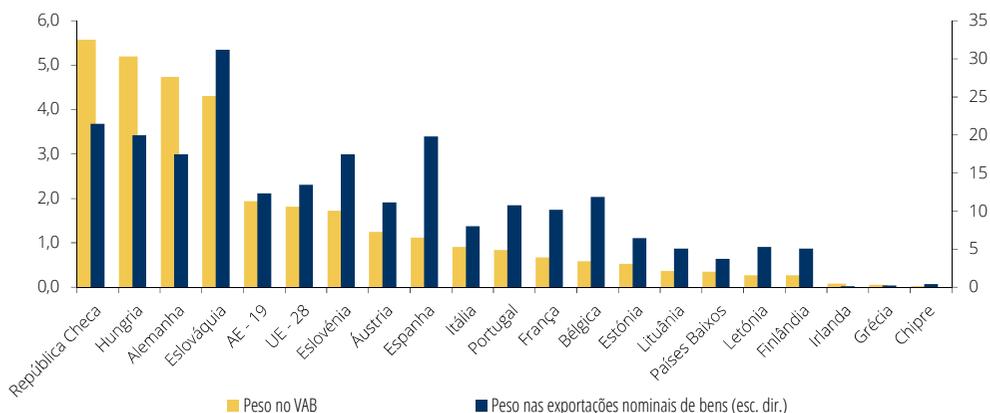


Fontes: ACAP e INE (cálculos do Banco de Portugal).

Em termos nominais, o peso do setor de produção automóvel<sup>51</sup> no total do VAB da economia situou-se em 0,9% em 2017, ano mais recente para o qual existem dados (no VAB da indústria transformadora ascendeu a 6,2%). A importância relativa do emprego do setor no total do emprego (em número de indivíduos) situou-se em 1% em 2017 (5,8% na indústria transformadora). O peso das exportações do setor no total das exportações nominais de bens tem acompanhado a evolução do peso no VAB. Em termos de indicadores de produtividade, remunerações médias e rácio de investimento, o setor automóvel compara de forma favorável com a média da economia e da indústria transformadora. A relevância do investimento direto estrangeiro no setor, bem como a sua exposição à concorrência internacional relacionada com a vertente fortemente exportadora, ajudarão a explicar o melhor desempenho relativo do setor nestes indicadores.

Numa comparação internacional, o peso do setor no VAB e nas exportações totais de bens em Portugal assume uma posição intermédia relativamente ao conjunto dos países da área do euro e da UE (Gráfico C6.2). Alguns países da UE destacam-se pela elevada importância do setor nestes agregados.

51. No contexto desta caixa, o setor automóvel compreende a fabricação de veículos automóveis, reboques e semi-reboques e componentes para veículos automóveis, correspondendo ao agregado 29 da classificação das atividades económicas (CAE rev3).

**Gráfico C6.2 • Peso do setor automóvel | Em percentagem**

Fonte: Eurostat. | Notas: valores relativos a 2016 para o VAB e a 2018 para as exportações. Os dados das exportações para o setor automóvel referem-se ao item 29 da nomenclatura de Classificação de Produtos por Atividades (CPA).

Na análise do setor automóvel é importante ter em conta que o seu contributo para o crescimento da atividade económica não pode ser avaliado apenas pelo seu impacto na evolução das exportações, sendo necessário considerar também o contributo das importações associadas a essas exportações. Este é um setor fortemente integrado nas cadeias de produção globais, com um conteúdo importado que, em 2015, ascendia a cerca de 70%.<sup>52</sup> O conteúdo importado destas exportações tem maioritariamente origem na área do euro e no Reino Unido e, mais recentemente, na China. Por setor de atividade, o conteúdo importado das exportações do setor automóvel tem origem sobretudo no próprio setor, mas também em indústrias de componentes intermédios da produção de automóveis, comércio e serviços de apoio à atividade das empresas (Gráfico C6.3).

Dado o seu dinamismo, as exportações deste setor mantiveram um contributo notório para o crescimento das exportações totais de bens em termos nominais no primeiro semestre de 2019, ainda que inferior ao do ano anterior (contributos de 2 e de 3 pp, respetivamente, no primeiro semestre de 2019 e em 2018). As exportações do setor cresceram acima da procura externa relevante nos dois últimos anos, o que implicou ganhos de quota nos mercados externos, uma tendência que se deverá ter mantido na primeira metade de 2019 (Capítulo 6).

Este desempenho é particularmente assinalável, já que ocorreu num contexto de perturbações da oferta do setor a nível europeu na segunda metade de 2018, decorrentes da introdução de uma nova norma regulatória relacionada com a emissão de gases poluentes (WLTP). Este facto condicionou a produção automóvel europeia em geral neste período, contribuindo para a desaceleração da atividade na área do euro.<sup>53</sup> Adicionalmente, a nível global parece haver uma preocupação crescente no setor com fatores de procura, num contexto de incerteza relacionada com o acentuar de políticas protecionistas e com a desaceleração da economia global. Os inquéritos de confiança da Comissão Europeia mostram uma tendência de redução da confiança neste setor na União Europeia e em Portugal desde o início de 2018, mais acentuada do que para o total da indústria transformadora.

Estes inquéritos apontam também para um aumento significativo da procura enquanto fator limitativo da produção no setor no terceiro trimestre de 2019. Esta evolução pode refletir efeitos de curto prazo a nível europeu, como o esgotamento de efeitos de procura adiada no período da

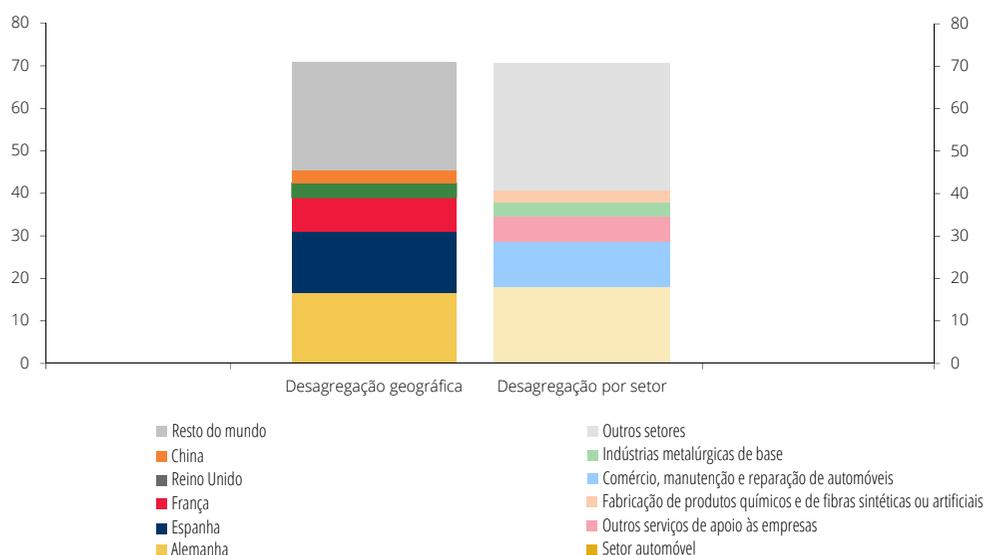
52. Para mais pormenores sobre a metodologia de cálculo do conteúdo importado, ver Cardoso, F. e Rua, A. (2019). "O conteúdo importado da procura final em Portugal: Evolução nominal e real". *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, 5(3), 51-73.

53. *Economic and Market Report EU Automotive Industry Full-year 2018*, ACEA.

crise por este tipo de bens, mas também aspetos de mais médio e longo prazo. De facto, o enquadramento nos países desenvolvidos é de redução tendencial da procura de veículos automóveis de passageiros, dado o fraco crescimento populacional e a elevada densidade automóvel já existente. As alterações nas preferências dos consumidores no sentido de veículos mais ecológicos e da mobilidade partilhada são tendências que criam desafios aos produtores. A possibilidade de novas alterações regulamentares bem como os riscos decorrentes da imposição ou aumento de tarifas às importações de automóveis, no contexto de uma escalada protecionista, contribuem também para tornar mais incertas as perspetivas para o setor. Outras questões relevantes são os avanços tecnológicos ligados ao *software* dos veículos (veículos autónomos e conectividade) e a entrada de novos fornecedores no mercado, associados a novas tecnologias e materiais, que alteram as cadeias de valor do setor e criam pressão competitiva sobre os produtores tradicionais.<sup>54</sup>

Estes desafios assumem acentuada relevância no contexto do setor em Portugal, fortemente dependente de investimento direto estrangeiro e da procura externa. Assim, estas questões estruturantes do setor comportam riscos e oportunidades. Por um lado, num contexto de desaceleração da atividade global, a elevada concentração do segmento de fabricação de veículos automóveis (com apenas cinco fábricas) implica que eventuais decisões de redução da produção por parte de um conjunto limitado de empresas multinacionais podem ter um impacto macroeconómico relevante. Por outro lado, a reestruturação das cadeias de produção global resultante de eventuais respostas aos desafios mencionados pode originar também oportunidades para a indústria em Portugal. O bom desempenho recente do setor em Portugal, nomeadamente a captação de novo investimento estrangeiro, com reflexo substancial na evolução das exportações e da respetiva quota de mercado, apontam para a manutenção de fatores de competitividade da indústria nacional. Neste âmbito, é importante continuar a promover um enquadramento institucional favorável à sua atividade.<sup>55</sup>

**Gráfico C6.3 • Decomposição do conteúdo importado das exportações do setor automóvel em 2015 | Em pontos percentuais**



Fontes: OCDE (TIVA) e Banco de Portugal.

54. 2019 Global Automotive Supplier Study, Deloitte.

55. Ver Amador, J., Cabral, S. e Ringstad, B. (2019) "Custos de contexto e desempenho das empresas portuguesas". *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, 5 (3), 1-30.

# 7 Preços

## ∴ A taxa de inflação reduziu-se no primeiro semestre de 2019

No primeiro semestre de 2019, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se em 0,7% (Quadro I.7.1). Este valor representa uma diminuição de 0,6 pp face ao semestre anterior (-0,5 pp face à média de 2018). A variação dos preços dos bens energéticos foi negativa no primeiro semestre de 2019, após o aumento observado no ano anterior. Excluindo bens energéticos, os preços mantiveram uma taxa de crescimento ligeiramente abaixo de 1% pelo terceiro semestre consecutivo.

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

	Pesos 2018	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga		
		2016	2017	2018	2018 S1	2018 S2	2019 S1
Total	100,0	0,6	1,6	1,2	1,1	1,3	0,7
Bens	57,8	0,0	0,9	0,5	0,3	0,7	0,1
Alimentares	23,1	0,8	1,7	1,0	1,0	0,9	0,8
Não transformados	6,3	1,6	2,2	1,3	1,6	1,1	0,5
Transformados	16,9	0,3	1,6	0,8	0,8	0,9	0,9
Industriais	34,7	-0,7	0,3	0,2	-0,1	0,5	-0,4
Não energéticos	26,7	-0,3	-0,8	-1,1	-1,2	-1,1	-0,4
Energéticos	7,9	-1,8	3,7	4,8	3,6	6,1	-0,5
Serviços	42,2	1,5	2,5	2,1	2,0	2,1	1,5
<i>Por memória:</i>							
Total excluindo energéticos	92,1	0,9	1,4	0,9	0,8	0,9	0,8
Total excluindo alimentares e energéticos	68,9	0,9	1,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Total excluindo alimentares, energéticos e componentes voláteis associadas com o turismo	64,2	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,8
Total excluindo preços administrados	89,9	0,6	1,6	1,1	1,0	1,2	0,7
IPC		0,6	1,4	1,0	0,9	1,1	0,6
IHPC – área do euro		0,2	1,5	1,8	1,5	2,0	1,4

Fontes: INE e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As componentes voláteis associadas com o turismo incluem as rubricas de serviços de férias organizadas e alojamento (peso de 4,0% no IHPC total) e voos domésticos e internacionais (peso de 5,8%).

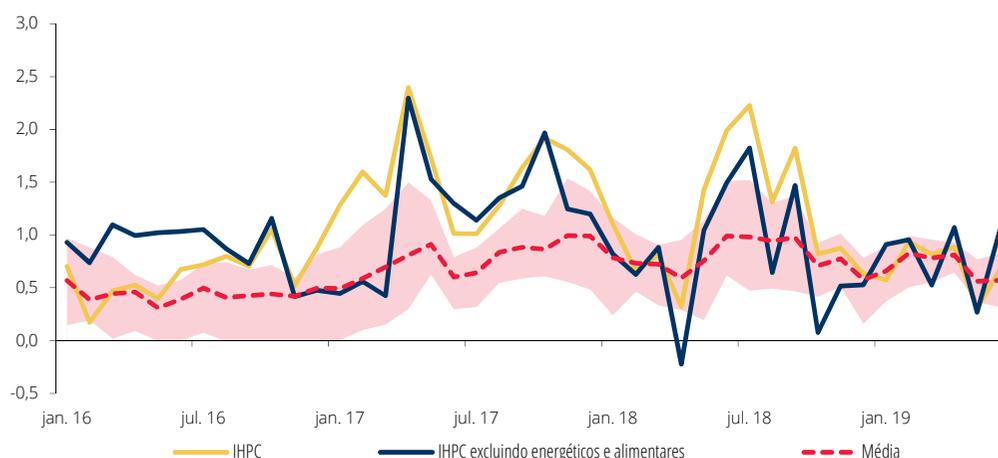
A evolução do IHPC excluindo bens energéticos esteve associada a uma desaceleração dos preços dos serviços e a uma menor queda dos bens industriais não energéticos. A desaceleração dos preços dos serviços deveu-se essencialmente ao menor crescimento da rubrica associada a serviços hoteleiros<sup>56</sup>, num contexto de abrandamento da procura e de maior pressão de mercados concorrentes. Esta evolução ocorre num cenário de ligeira redução das taxas médias de ocupação. Em sentido contrário, os preços dos bens industriais não energéticos registaram uma queda de preço menos pronunciada, para o que contribuiu a aceleração do preço dos veículos automóveis.<sup>57</sup>

56. A rubrica “hotéis, motéis, pousadas e serviços de alojamento semelhantes” registou uma taxa de variação homóloga de 1,5%, o que representa uma desaceleração marcada face aos últimos anos (7,3% em 2018 e 12,0% em 2017).

57. A rubrica “veículos automóveis novos” apresentou uma taxa de variação homóloga de 5,2%, o que compara com 2,4% no segundo semestre de 2018.

Ao longo do semestre, a taxa de inflação mensal variou entre 0,3% e 0,9% (Gráfico I.7.1). As medidas de tendência da inflação mantiveram-se estáveis, continuando a apontar para uma evolução muito contida das pressões sobre os preços no consumidor em Portugal.

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



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

## ⋮ A inflação em Portugal manteve o diferencial negativo face à área do euro

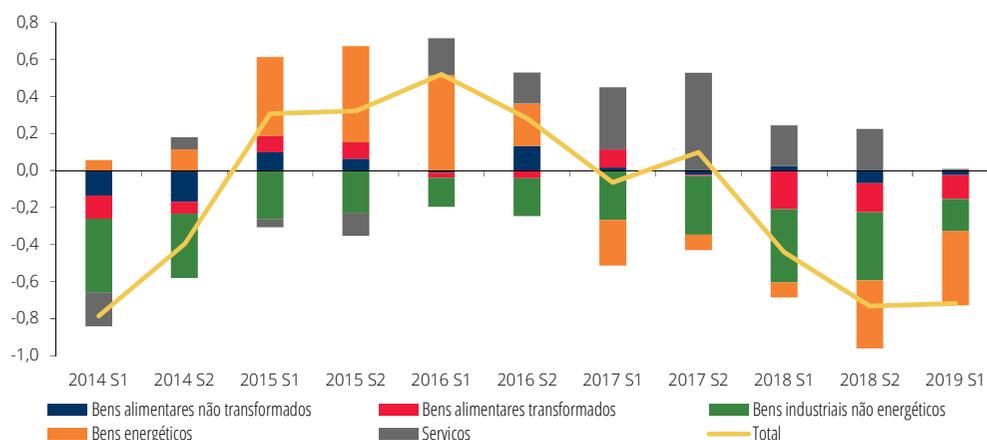
Na área do euro observou-se uma redução da inflação, também influenciada pela diminuição dos preços dos bens energéticos (Quadro I.7.1). A taxa de variação da inflação subjacente (excluindo bens alimentares e energéticos) permaneceu em 1,0%, próxima dos níveis observados nos dois anos anteriores (Capítulo 2).

O diferencial de inflação de Portugal face à área do euro manteve-se negativo, situando-se em -0,7 pp no primeiro semestre de 2019 (Gráfico I.7.2). No conjunto dos agregados que contribuíram para o diferencial negativo, destacam-se os bens energéticos.<sup>58</sup> De assinalar ainda o desaparecimento do contributo positivo dos serviços neste semestre, refletindo em particular a desaceleração marcada dos preços dos serviços relacionados com o turismo.

As taxas de inflação em Portugal e na área do euro mantêm-se muito baixas tendo em conta a fase do ciclo económico, nomeadamente dado o hiato positivo no mercado do produto e a redução das margens disponíveis no mercado de trabalho. A dispersão das taxas de inflação nos países da área do euro – medida pelo coeficiente de variação – encontra-se próxima dos níveis mínimos, o que reflete o facto de economias que tradicionalmente apresentavam taxas de inflação mais elevadas – como Portugal, Espanha, Itália, Grécia e Irlanda – registarem atualmente taxas inferiores às do conjunto da área. Em contraste, as taxas de inflação na Alemanha ou na França encontram-se próximas das observadas, em média, no período pré-crise.

58. Este diferencial deve-se à diminuição do preço da eletricidade em Portugal, que não se verificou na área do euro, e ao maior aumento do preço das rubricas gás natural e gás de cidade e combustíveis líquidos na área do euro em comparação com Portugal.

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



Fontes: Eurostat e INE.

## ∴ As pressões inflacionistas externas mantiveram-se muito contidas

No primeiro semestre de 2019, as pressões inflacionistas externas mantiveram-se muito contidas. Os preços das importações de bens excluindo energéticos registaram uma variação homóloga de 0,2% no primeiro semestre de 2019, que compara com 0,4% no conjunto do ano anterior (Gráfico I.7.3).

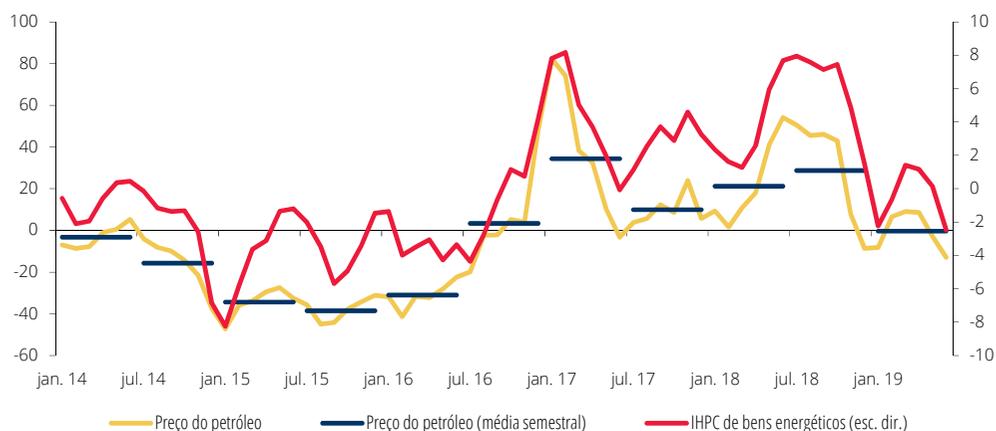
**Gráfico I.7.3 • Deflator de importação de bens e serviços e bens excluindo energéticos | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fonte: INE.

No primeiro semestre de 2019, o preço médio do petróleo nos mercados internacionais avaliado em euros situou-se ligeiramente abaixo do observado no período homólogo (-0,4%) (Capítulo 2). Esta evolução compara com aumentos homólogos de 21,2% e 28,7% no primeiro e segundo semestres de 2018. Esta variação próxima de zero do preço do petróleo refletiu-se no comportamento dos preços dos bens energéticos (crescimento homólogo de -0,5% no primeiro semestre de 2019, que compara com 6,1% no segundo semestre de 2018) (Gráfico I.7.4).

**Gráfico I.7.4 • Preço do petróleo em euros e IHPC de bens energéticos | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: BCE, Bloomberg e INE.

Estes desenvolvimentos traduziram-se numa desaceleração do deflator das importações de bens e serviços (taxa de variação homóloga de 0,7%, que compara com 3,1% no último semestre de 2018).

### As pressões internas com origem na evolução dos salários foram compensadas pela recuperação da produtividade

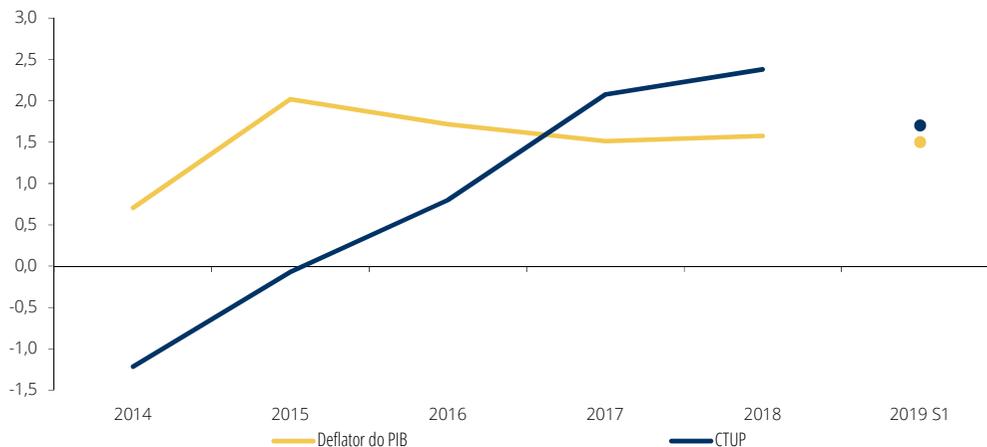
Na primeira metade de 2019, o impacto do crescimento dos salários sobre os custos unitários das empresas foi mitigado pela evolução da produtividade. A taxa de variação homóloga das remunerações médias por trabalhador situou-se em 2,6% no primeiro semestre de 2019, o que compara com 2,5% no conjunto do ano anterior. Esta evolução, aliada a uma variação positiva da produtividade por trabalhador (Capítulo 5), implicou uma desaceleração dos custos do trabalho por unidade produzida, de 2,4% em 2018 para 1,7% no primeiro semestre de 2019. Neste contexto, o deflator do PIB – uma medida que sumariza as pressões inflacionistas internas na economia – continuou a apresentar uma evolução moderada (taxa de variação homóloga de 1,5% na primeira metade de 2019, após 1,6% no ano anterior – Gráfico I.7.5).

A lenta transmissão das pressões salariais aos preços – que se observa também na área do euro – está relacionada com o prolongado período de baixa inflação prevalecte na área do euro (Capítulo 2). No caso de Portugal, fatores específicos como o desvanecimento dos aumentos muito significativos dos preços dos serviços relacionados com o turismo no passado recente<sup>59</sup>, bem como a redução de alguns preços sujeitos a regulação (nomeadamente, da eletricidade, dos passes sociais e dos manuais escolares)<sup>60</sup>, contribuíram para uma evolução mais moderada da inflação na primeira metade do ano.

59. A taxa de variação homóloga destes preços foi de 1,1% no primeiro semestre de 2019, o que compara com 10,0% e 5,7% em 2017 e 2018, respetivamente.

60. No primeiro semestre de 2019, a rubrica “eletricidade” apresentou uma taxa de variação homóloga de -3,7%, as “rubricas transportes de passageiros”, que refletem a variação de preço dos passes sociais, apresentaram uma taxa de variação homóloga de -5,3% e a rubrica “manuais escolares” de -20,6%.

**Gráfico I.7.5 • Deflator do PIB e custos de trabalho por unidade produzida (CTUP) | Taxa de variação homóloga, em percentagem**

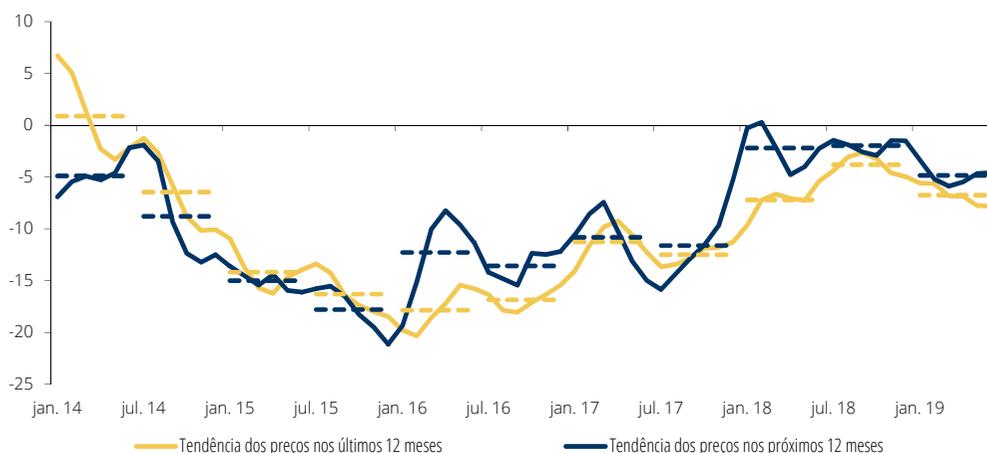


Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

As expetativas de inflação a curto prazo diminuíram, mas mantêm-se ancoradas para prazos mais longos

Refira-se ainda que as expetativas dos consumidores relativas à tendência dos preços nos próximos 12 meses se situavam no primeiro semestre em níveis inferiores às do ano anterior (Gráfico I.7.6). As previsões da Consensus Economics para a inflação no ano corrente também se reduziram ao longo do semestre (de 1,3% para 0,9%), apontando para valores inferiores aos da inflação observada em 2018. No entanto, as previsões para o ano de 2020 e para horizontes mais alargados (3, 5 e 10 anos) permaneceram globalmente inalteradas, em torno de 1,8%. Estes movimentos das expetativas de inflação a curto e médio prazo são compatíveis com os registados na área do euro como um todo (Capítulo 2).

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



Fonte: Comissão Europeia. | Nota: Médias semestrais a tracejado.

## 8 Balança de pagamentos

... O saldo da balança corrente e de capital tornou-se deficitário no primeiro semestre de 2019, em resultado da evolução da balança de bens e serviços

De acordo com as estatísticas da balança de pagamentos, no primeiro semestre de 2019 a balança corrente e de capital registou um défice de 2% do PIB, que compara com um saldo equilibrado no período homólogo (Quadro I.8.1). Refira-se que a evolução do saldo da balança corrente e de capital nos últimos anos tem sido influenciada pela sazonalidade das operações, registando-se saldos inferiores na primeira metade do ano face à segunda. A análise efetuada neste capítulo incorpora as revisões das estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, assim como a revisão da base de contas nacionais (Caixa 5).

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2018 S1	2019 S1
Balança corrente e de capital	1,5	1,5	2,0	2,1	1,4	0,0	-2,0
Balança corrente	0,2	0,2	1,1	1,2	0,4	-0,7	-2,7
Balança de bens e serviços	0,8	1,4	1,7	1,5	0,8	0,3	-1,7
Bens	-5,6	-5,4	-5,4	-6,8	-7,5	-6,8	-8,2
Energéticos	-3,6	-2,4	-1,7	-2,2	-2,5	-2,4	-2,8
Outros bens	-2,0	-3,1	-3,7	-4,6	-5,0	-4,5	-5,4
Serviços	6,4	6,8	7,1	8,3	8,3	7,2	6,5
<i>dos quais</i>							
Viagens e turismo	4,1	4,6	5,0	5,8	6,0	4,7	4,8
Balança de rendimento primário	-2,2	-2,9	-2,4	-2,4	-2,4	-2,9	-2,6
Balança de rendimento secundário	1,6	1,7	1,8	2,1	2,0	1,9	1,7
<i>do qual</i>							
Remessas de emigrantes/imigrantes	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4
Balança de capital	1,3	1,2	0,9	0,9	1,0	0,7	0,6
Balança financeira	1,7	1,5	1,8	2,3	1,6	-0,1	-1,3
Erros e omissões	0,2	0,0	-0,2	0,2	0,2	-0,1	0,7

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

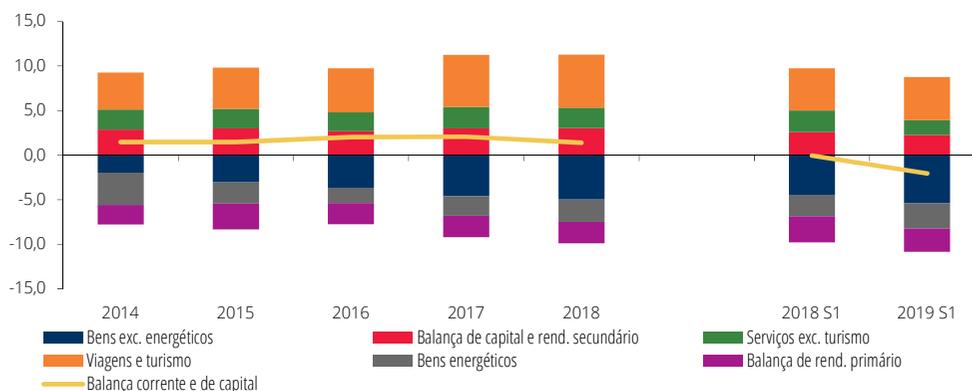
A decomposição da balança corrente e de capital permite aferir que a evolução na primeira metade do ano resultou principalmente do aumento do défice da balança de bens para 8,2% do PIB (6,8% no período homólogo). Para esta evolução contribuiu a deterioração dos saldos das balanças de bens energéticos e de bens excluindo energéticos (Gráfico I.8.1).

À semelhança do observado nos últimos anos, o aumento do défice da balança de bens na primeira metade do ano refletiu essencialmente o crescimento em volume das importações superior ao das exportações (Gráfico I.8.2). Refira-se, neste sentido, que o diferencial de crescimento dos fluxos de comércio foi particularmente expressivo na componente de bens de equipamento e de bens energéticos. No primeiro caso, o aumento significativo das importações está relacionado com o forte dinamismo do investimento produtivo, em particular em máquinas e equipamentos (Capítulo 6). No segundo caso, a evolução dos fluxos comerciais foi condicionada por interrupções para manutenção ocorridas nas refinarias nacionais.

Um elemento importante caracterizador da evolução das contas externas na última década tem sido o aumento do excedente da balança de serviços, refletindo a melhoria dos saldos de turismo mas também dos outros serviços (Gráfico I.8.3). Não obstante, no primeiro semestre de 2019 este excedente

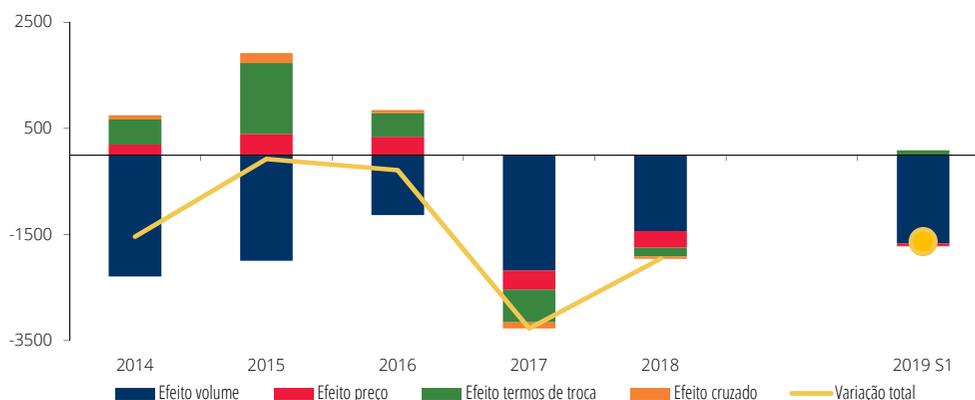
reduziu-se 0,7 pp, situando-se em 6,5% do PIB, com uma ligeira melhoria do saldo da balança de viagens e turismo e uma diminuição do excedente da balança de outros serviços. Estes desenvolvimentos, juntamente com a evolução da balança de bens, traduziram-se numa deterioração do saldo conjunto da balança de bens e serviços, que se situou em -1,7% do PIB na primeira metade do ano (+0,3% no primeiro semestre de 2018).

**Gráfico I.8.1 • Decomposição do saldo da balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: A decomposição do saldo da balança de bens baseia-se em dados nominais de comércio internacional divulgados pelo INE.

**Gráfico I.8.2 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens | Em milhões de euros**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: A variação em 2019 S1 é face ao período homólogo. Esta variação do saldo da balança de bens pode ser decomposta em quatro efeitos: (i) efeito volume: efeito da variação das quantidades importadas e exportadas,  $[X_{t-1} \times vx_t] - [M_{t-1} \times vm_t]$ ; (ii) efeito preço: efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo,  $[X_{t-1} \times p_t] - [M_{t-1} \times p_t]$ ; (iii) efeito termos de troca: efeito da variação relativa dos preços de exportação e importação,  $[X_{t-1} \times (px_t - p_t)] - [M_{t-1} \times (pm_t - p_t)]$ ; (iv) efeito cruzado: efeito da interação entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação,  $[X_{t-1} \times vx_t \times px_t] - [M_{t-1} \times vm_t \times pm_t]$ , onde  $X_{t-1}$  e  $M_{t-1}$  são as exportações e importações do ano  $t - 1$  a preços correntes, respetivamente;  $vx_t$  e  $vm_t$  são as taxas de variação em volume das exportações e importações em  $t$ , respetivamente;  $px_t$  e  $pm_t$  são as taxas de variação dos preços das exportações e das importações em  $t$ , respetivamente;  $p_t$  é a taxa de variação média dos preços do comércio externo no ano  $t$  dada por  $p_t = (px_t + pm_t)/2$ .

... A diminuição do défice da balança de rendimento primário foi compensada por menores excedentes ao nível das balanças de rendimento secundário e de capital

A evolução do saldo da balança de rendimento primário tem beneficiado do prolongado ambiente de baixas taxas de juro (Capítulo 3). No primeiro semestre de 2019, o défice da balança de

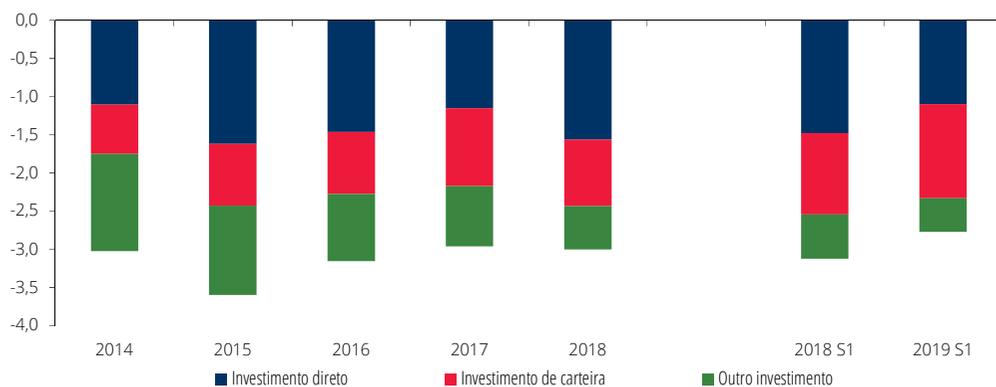
rendimento primário diminuiu 0,3 pp para 2,6% do PIB. Em particular, os défices de rendimentos de investimento direto e de outro investimento foram inferiores aos do período homólogo, refletindo a redução de juros pagos a entidades não residentes (Gráfico I.8.4). É de salientar a redução dos pagamentos de juros da dívida pública, em parte devido ao impacto do reembolso antecipado do empréstimo do FMI no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira.

**Gráfico I.8.3 • Decomposição do saldo da balança de serviços | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico I.8.4 • Saldo dos rendimentos de investimento | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Por seu turno, a balança de rendimento secundário – que regista as transferências correntes com o exterior – apresentou um excedente ligeiramente inferior ao observado no período homólogo, situando-se em 1,7% do PIB. Esta evolução resultou do aumento da contribuição financeira de Portugal para o orçamento da União Europeia, refletindo uma antecipação de duodécimos. Em contraste, registou-se um aumento do recebimento de prestações sociais do exterior, num cenário de aumento do fluxo de estrangeiros reformados que passaram a residir em Portugal e de regresso de emigrantes beneficiários de reformas pagas por sistemas de segurança social estrangeiros. Por fim, o saldo de remessas de emigrantes/imigrantes manteve-se em 1,4% do PIB. O excedente da balança de capital diminuiu ligeiramente na primeira metade de 2019, situando-se em 0,6% do PIB. Subjacente a esta evolução está a compra de licenças de emissão de dióxido de carbono.<sup>61</sup> Num quadro de aumentos recentes do preço das emissões de carbono, algumas

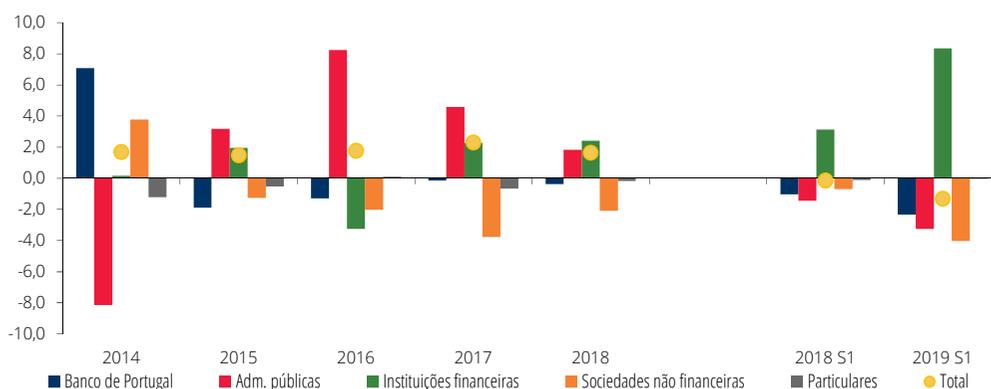
61. Nas estatísticas da balança de pagamentos esta compra é registada na rubrica *Aquisição de ativos não financeiros não produzidos* da balança de capital.

empresas poderão ter antecipado as aquisições de licenças, em resposta a eventuais subidas de preço no futuro. Refira-se ainda que, na primeira metade do ano, o recebimento de fundos da União Europeia – contabilizados na balança de rendimento primário e secundário e na balança de capital – manteve-se em 1,3% do PIB.<sup>62</sup>

## ⋮ A economia portuguesa foi recetora líquida de fundos na primeira metade de 2019

No primeiro semestre de 2019, a economia portuguesa foi recetora líquida de fundos, dado o financiamento externo ter sido superior à aquisição de ativos de não residentes. Por setor institucional, as administrações públicas e as sociedades não financeiras aumentaram a captação de financiamento líquido externo. No caso das administrações públicas, é de destacar o investimento em obrigações de tesouro por parte de não residentes. No que se refere às sociedades não financeiras, importa referir o financiamento obtido junto de não residentes através de relações de investimento direto (Capítulo 3). Em contraste, as instituições financeiras, em particular os bancos, aumentaram o investimento líquido externo, através da compra de títulos de dívida de longo prazo emitidos por não residentes (Gráfico I.8.5). Esta evolução refletiu o reforço de uma tendência de maior diversificação na carteira de títulos de dívida, diminuindo a concentração da exposição junto de residentes.

**Gráfico I.8.5 • Variação de ativos líquidos externos | Em percentagem do PIB**



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

A posição de investimento internacional situou-se em -104,4% do PIB na primeira metade do ano, que compara com -105,6% no final de 2018. Esta posição devedora constitui uma vulnerabilidade importante da economia portuguesa, sendo das mais elevadas de entre os países da área do euro. A sua redução a um ritmo adequado exige excedentes sustentados da balança corrente e de capital, justificando uma monitorização dos desenvolvimentos recentes e prospetivos deste saldo.

62. Caixa “Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva”, no *Boletim Económico* de março de 2019.



II Projeções para a  
economia portuguesa  
em 2019



## ∴ Desaceleração da atividade em 2019

De acordo com as projeções elaboradas pelo Banco de Portugal, a economia portuguesa continua em expansão em 2019, pelo sexto ano consecutivo, mas a um ritmo inferior ao observado no passado recente. O PIB deverá crescer 2,0% no conjunto do ano (2,4% em 2018) (Quadro 1). Este crescimento é superior em 0,9 pp ao projetado pelo BCE para a área do euro.<sup>1</sup>

O abrandamento da atividade económica em Portugal em 2019 deverá refletir o menor contributo das exportações, num quadro de crescimento mais fraco do comércio mundial e da procura externa dirigida à economia portuguesa. Estima-se que o contributo da procura interna se mantenha inalterado, com uma ligeira desaceleração do consumo privado e um maior dinamismo da FBCF, em particular na primeira metade do ano. Em termos intra-anuais, o crescimento do PIB deverá manter-se relativamente estável ao longo do ano, com uma taxa de variação homóloga de 2,0% e 1,9% no primeiro e segundo semestres, respetivamente.

**Quadro 1 • Projeções do Banco de Portugal para 2019 | Taxa de variação homóloga em percentagem (excepto onde indicado)**

	Pesos 2018	BE outubro 2019 (Contas nacionais base 2016)					BE junho 2019 (Contas nacionais base 2011)		
		2017	2018	2019 <sup>(p)</sup>	2019 S1	2019 S2 <sup>(p)</sup>	2017	2018	2019 <sup>(p)</sup>
Produto interno bruto	100,0	3,5	2,4	2,0	2,0	1,9	2,8	2,1	1,7
Consumo privado	64,8	2,1	3,1	2,3	2,3	2,4	2,3	2,5	2,6
Consumo público	17,0	0,2	0,9	0,5	0,5	0,5	0,2	0,8	0,5
Formação bruta de capital fixo	17,6	11,5	5,8	7,2	9,5	5,0	9,2	4,4	8,7
Procura interna	99,9	3,3	3,3	2,9	3,5	2,4	3,0	2,8	3,5
Exportações	43,5	8,4	3,8	2,3	2,3	2,3	7,8	3,6	4,5
Importações	43,4	8,1	5,8	4,6	5,8	3,4	8,1	4,9	8,0
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em pp) <sup>(a)</sup>									
Procura interna		1,6	1,7	1,6	1,7	1,5	1,3	1,3	1,3
Exportações		1,9	0,8	0,4	0,3	0,4	1,5	0,8	0,4
Emprego <sup>(b)</sup>		3,3	2,3	0,9			3,3	2,3	1,3
Taxa de desemprego		8,9	7,0	6,4			8,9	7,0	6,3
Balança corrente e de capital (% PIB)		2,1	1,4	0,5			1,4	0,4	0,1
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,5	0,8	-0,7			1,8	1,0	-0,5
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,6	1,2	0,4			1,6	1,2	0,9

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado, p.p. – 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 2015. Para mais informações, ver a Caixa “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa” do *Boletim Económico* de março de 2019. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

A revisão recente das séries de contas nacionais e de balança de pagamentos (Parte I, Caixa 5) implica que não é possível fazer uma comparação direta das atuais projeções para 2019 com as apresentadas no *Boletim Económico* de junho. A diferença entre o crescimento agora projetado para a atividade económica em 2019 face ao de junho reflete dois fatores de natureza distinta e com impactos opostos. Por um lado, as novas séries de contas nacionais na base 2016 revelaram um maior ritmo de crescimento do PIB nos dois últimos anos e também na primeira metade de 2019. Tal implica que

1. De acordo com as [projeções macroeconómicas para a área do euro](#) elaboradas por especialistas do BCE em setembro de 2019, a atividade económica na área do euro deverá desacelerar de 1,9% em 2018 para 1,1% em 2019.

o dinamismo subjacente da economia portuguesa foi subestimado na projeção de junho.<sup>2</sup> Por outro lado, os indicadores de conjuntura disponíveis e as hipóteses de enquadramento apontam para algum enfraquecimento da atividade económica no período recente, em parte refletindo o contexto de maior incerteza a nível internacional e o abrandamento da atividade e comércio mundiais.

## ⋮ Deterioração do enquadramento externo em termos de crescimento da atividade e do comércio mundial

As hipóteses de enquadramento da economia portuguesa contemplam um abrandamento da atividade mundial e, de forma mais marcada, do comércio mundial em 2019.<sup>3</sup> O crescimento do PIB mundial reduz-se de 3,6% em 2018 para 2,8% em 2019, enquanto o comércio mundial cresce 1%, após 4,2% em 2018 (Quadro 2). A evolução do comércio mundial está associada ao enfraquecimento da atividade na indústria e ao aumento da incerteza política e económica a nível global, refletindo em particular o aumento das tensões protecionistas e o processo de saída do Reino Unido da União Europeia (Parte I, Capítulo 2). A procura externa dirigida à economia portuguesa apresenta também uma desaceleração, crescendo 1,8%, o que compara com 3,2% em 2018. Face ao *Boletim Económico* de junho, verificaram-se revisões em baixa do crescimento do comércio mundial e da procura externa.

De acordo com as hipóteses do exercício, o preço do petróleo reduz-se 12,1% em 2019, para 62,5 dólares/barril (-7,7%, em euros). Este nível foi revisto em baixa cerca de 5% face ao *Boletim Económico* de junho. Em termos da taxa de câmbio efetiva do euro (calculada relativamente a 19 parceiros comerciais), projeta-se uma depreciação em 2019, ligeiramente menor do que a prevista no boletim anterior. A política monetária acomodatória da área do euro traduz-se na continuação de um enquadramento monetário e financeiro favorável ao financiamento à economia.

### Quadro 2 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE outubro 2019		BE junho 2019	
		2018	2019	2018	2019
Enquadramento internacional					
PIB mundial	tva	3,6	2,8	3,6	3,1
Comércio mundial	tva	4,2	1,0	4,1	1,4
Procura externa	tva	3,2	1,8	3,2	2,3
Preço do petróleo em dólares	vma	71,1	62,5	71,1	68,1
Preço do petróleo em euros	vma	60,2	55,6	60,2	60,6
Condições monetárias e financeiras					
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	2,8	2,7	2,9	2,8
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	2,5	-1,2	2,5	-1,8
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,2	1,1	1,2	1,1

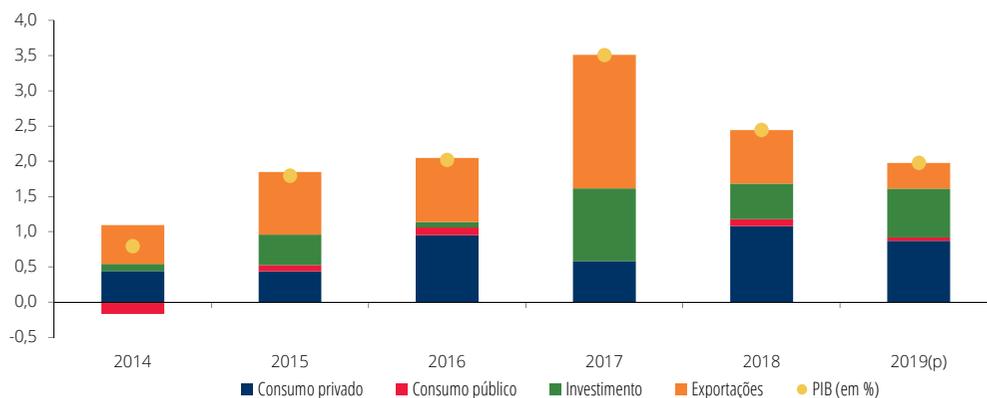
Fontes: Eurosystema, (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção 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.

2. Face a junho, o crescimento superior do PIB agora projetado decorre essencialmente da incorporação desta nova informação.
3. A atual projeção engloba a informação disponível até 23 de setembro, assim como o conjunto de hipóteses de enquadramento consistente com o exercício de projeção do BCE divulgado no dia 12 de setembro. A data de fecho das hipóteses é 19 de agosto.

## Desaceleração do consumo privado e das exportações e maior dinamismo do investimento

O abrandamento do PIB em 2019 reflete o menor contributo das exportações líquidas de conteúdos importados, de 0,8 para 0,4 pp. O contributo da procura interna líquida dos respetivos conteúdos importados mantém-se em 1,6 pp, tendo subjacente um aumento do contributo do investimento e uma ligeira redução do contributo do consumo (Gráfico 1).

**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 2015. Para mais informações, ver a Caixa “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa” do *Boletim Económico* de março de 2019.

O consumo privado deverá crescer 2,3% em 2019, um ritmo de expansão mais moderado do que o observado no ano anterior e mais próximo do crescimento do PIB. A desaceleração do consumo privado deverá refletir a evolução do consumo corrente e dos gastos em bens duradouros. Em termos intra-anuais, projeta-se um crescimento do consumo privado relativamente próximo nos dois semestres do ano. Esta evolução do consumo privado está em linha com a desaceleração do rendimento disponível real, para o que contribui um menor dinamismo do emprego (Parte I, Capítulo 6). Pelo contrário, as variáveis orçamentais deverão contribuir para a aceleração do rendimento disponível em 2019, dada a expectativa de aumento da massa salarial do setor público, de quase estabilização do crescimento das transferências internas e de ligeira desaceleração do conjunto dos impostos diretos pagos pelas famílias e contribuições sociais. A taxa de poupança dos particulares deverá permanecer relativamente inalterada em níveis baixos.

Para o consumo público, projeta-se um crescimento de 0,5% em 2019 (0,9% em 2018). A desaceleração deverá refletir, em larga medida, a evolução do consumo intermédio, em particular a dissipação do efeito base das despesas decorrentes dos apoios relacionados com os incêndios de 2017. O emprego público deverá manter um crescimento semelhante ao do ano anterior.

De acordo com a projeção, a FBCF deverá aumentar 7,2% em 2019, após ter crescido 5,8% em 2018. A aceleração no conjunto do ano reflete o comportamento da componente de construção. O dinamismo elevado desta componente está influenciado pela execução de alguns projetos de infraestruturas de grande dimensão, nalguns casos associados a investimento público e beneficiando de financiamento europeu. Adicionalmente, o investimento residencial deverá continuar a apresentar um crescimento robusto, beneficiando da manutenção de condições de financiamento

favoráveis, da evolução do rendimento disponível das famílias e da procura relacionada com as atividades de turismo e por parte de não residentes. Em contraste, o investimento em máquinas e equipamentos e em material de transporte deverá registar um abrandamento em 2019 – concentrado na segunda metade do ano – num contexto de perspetivas de menor crescimento da procura (em particular da procura externa) e de maior incerteza económica a nível global.

As exportações de bens e serviços deverão voltar a desacelerar em 2019, apresentando um crescimento de 2,3% (3,8% em 2018). Esta evolução reflete o crescimento mais fraco da procura externa dirigida à economia portuguesa. Os exportadores portugueses deverão continuar a registar ganhos de quota nos mercados externos, de dimensão semelhante ao ano anterior e concentrados nos setores do turismo e de produção automóvel, tal como observado nos anos recentes. O crescimento das exportações apresenta um perfil intra-anual estável, tendo subjacente alguma recuperação das exportações de bens energéticos e um abrandamento das exportações dos restantes bens, a par da manutenção do dinamismo do turismo.

As importações deverão crescer 4,6% em 2019, após um aumento de 5,8% no ano anterior. A manutenção de um crescimento robusto das importações no conjunto do ano, num contexto de ligeiro abrandamento da atividade económica, resulta do contributo do forte aumento observado no primeiro semestre. Esta evolução esteve associada, em larga medida, ao crescimento elevado do investimento em máquinas e equipamentos (Parte I, Capítulo 6). O abrandamento projetado para este agregado e para outras componentes da procura global com conteúdos importados elevados determina uma evolução mais moderada das importações na segunda metade do ano.

## ∴ Melhoria da situação do mercado de trabalho

O emprego na economia portuguesa deverá continuar a crescer em 2019, mas a um ritmo menor (0,9%, que compara com 2,3% em 2018). A taxa de desemprego deverá reduzir-se 0,6 pp, para 6,4%, prolongando a trajetória de descida observada desde 2013.

Os salários nominais deverão acelerar num contexto de redução dos recursos disponíveis no mercado de trabalho. Esta evolução reflete igualmente a atualização do salário mínimo e o descongelamento gradual das progressões salariais na administração pública.

Face ao *Boletim Económico* de junho, o crescimento do emprego foi revisto em baixa e a taxa de desemprego ligeiramente em alta.

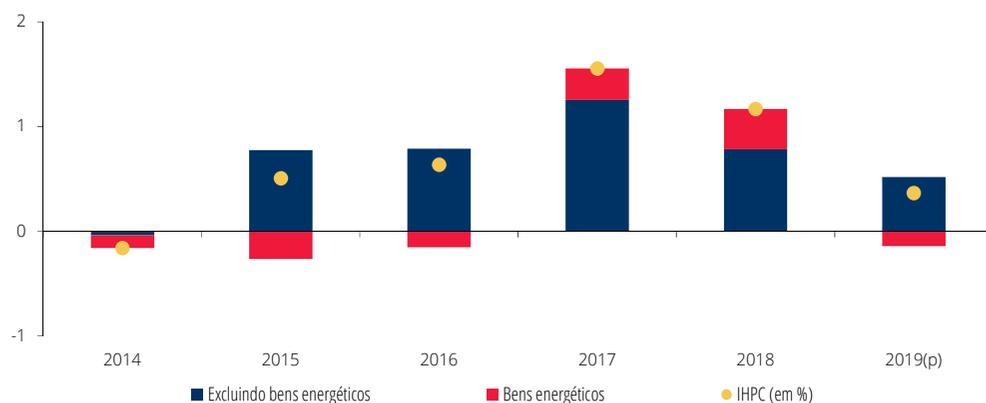
## ∴ Redução da taxa de inflação

A projeção para a inflação, medida pela taxa de variação média anual do IHPC, situa-se em 0,4% em 2019, o que traduz uma redução face a 2018 (1,2%) (Gráfico 2). Em termos de contributos para a variação dos preços, o agregado dos bens energéticos deverá apresentar um contributo negativo, em linha com a evolução observada e assumida para o preço do petróleo.<sup>4</sup> O contributo da inflação excluindo bens energéticos deverá reduzir-se ligeiramente num contexto de pressões inflacionistas externas e internas contidas. As mais recentes projeções do BCE apontam para uma inflação na área do euro de 1,2% em 2019 (1,8% em 2018). A evolução mais moderada dos preços dos serviços relacionados com o turismo, após os aumentos acentuados observados nos dois anos anteriores, também contribui para a redução projetada da inflação em 2019.

4. A diminuição do preço da eletricidade é outro fator que influencia os preços deste agregado em 2019.

A projeção de inflação foi revista em baixa face ao *Boletim Económico* de junho, de 0,9 para 0,4%, essencialmente em resultado da incorporação da informação mais recente e, em menor grau, da revisão das hipóteses externas.

**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.

## ⋮ Redução da capacidade de financiamento da economia portuguesa

Em 2019, a capacidade de financiamento da economia portuguesa, medida pelo saldo da balança corrente e de capital, deverá situar-se em 0,5% do PIB, um valor inferior ao do ano anterior (1,4% do PIB). A redução deste saldo é explicado pela deterioração da balança de bens e serviços, refletindo um maior défice ao nível do comércio de bens e um menor excedente da balança de serviços. Ao nível das restantes balanças, projeta-se uma melhoria do saldo das balanças de rendimento primário e secundário e uma estabilização do saldo da balança de capital. Assinale-se o impacto positivo da redução de pagamentos de rendimento de investimento ao exterior – num quadro de manutenção de taxas de juro baixas – e do aumento das transferências recebidas da UE.

As atuais projeções para a balança corrente e de capital não são comparáveis com as apresentadas no *Boletim Económico* de junho devido à revisão das séries estatísticas da balança de pagamentos (Parte I, Caixa 5).

## ⋮ Riscos descendentes para a atividade económica

As projeções apresentadas constituem o cenário considerado mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses do exercício. É de referir que os riscos para a atividade económica são maioritariamente no sentido descendente e de origem externa. Num contexto de incerteza elevada a nível global, existe a possibilidade de o enquadramento externo da economia portuguesa se revelar menos favorável na segunda metade do ano, refletindo uma desaceleração cíclica da atividade económica nos principais mercados de exportação, a intensificação das tendências protecionistas, uma saída do Reino Unido da União Europeia sem acordo ou um agravamento das tensões geopolíticas. A prevalência destes riscos torna mais premente a implementação de políticas estruturais que promovam o aumento da produtividade bem como o reforço da trajetória de redução do endividamento dos diversos agentes económicos.





## III Tema em destaque

A convergência real na União Europeia  
e o desempenho relativo da economia  
portuguesa

Caixa 1 Descrição dos dados e fontes

Caixa 2 Convergência regional  
em Portugal



# A convergência real na União Europeia e o desempenho relativo da economia portuguesa

## Introdução

A convergência real pode ser definida como um processo de aproximação duradoura dos níveis de rendimento dos países mais pobres aos níveis observados nos países mais ricos. A sua avaliação deve fazer-se num horizonte temporal longo pois este é um processo que, pela sua natureza, exige tempo. Adicionalmente, centrar a análise em períodos curtos não permite expurgar as flutuações de curto prazo nem focar a atenção na evolução estrutural do produto *per capita*.

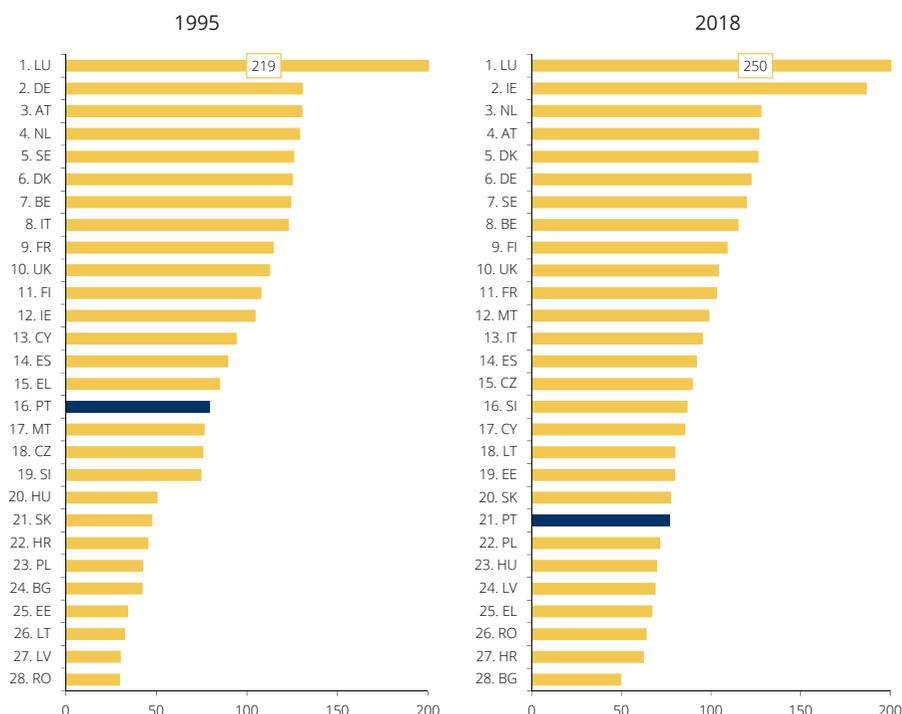
A convergência real é importante por traduzir-se em ganhos de bem-estar para os cidadãos dos países em que ocorre o *catching-up*.<sup>1</sup> Ao nível da União Europeia (UE), a convergência dos níveis de vida entre os Estados-Membros assume um papel determinante, promovendo a coesão social e o apoio dos cidadãos ao aprofundamento da integração europeia e da união monetária. A política de coesão da UE e os fundos estruturais têm, desde a sua génese, uma natureza redistributiva contribuindo para melhorar o crescimento potencial das regiões menos desenvolvidas.

Neste Tema em destaque pretende-se analisar o processo de convergência real na UE e avaliar o desempenho relativo da economia portuguesa, adotando uma perspetiva longa. Neste contexto, apresenta-se um conjunto de factos estilizados sobre a convergência real de Portugal no contexto europeu, o que constitui uma primeira abordagem à identificação dos fatores determinantes deste processo.<sup>2</sup>

Atualmente persistem diferenças substanciais entre os níveis de rendimento *per capita* dos países da UE. Considerando os dados corrigidos pela paridade de poder de compra, verifica-se que o Luxemburgo e a Irlanda eram os países com os níveis de PIB *per capita* mais elevados em 2018, correspondendo a cerca de 250 e 187% da média da UE, respetivamente (Gráfico 1).<sup>3</sup> Este indicador excedia a média europeia em mais 9 países. Em contraste, 17 países detinham um PIB *per capita* inferior ao da UE em 2018. Portugal insere-se neste grupo, com um nível de rendimento equivalente a 77% da média da UE.

1. O bem-estar ou a qualidade de vida da população de um país não pode ser avaliado apenas em termos de rendimento *per capita*. Outras dimensões relevantes são, por exemplo, o acesso à educação e saúde, a segurança ou a repartição dos recursos pela população. Porém, os níveis do PIB *per capita* em paridades de poder de compra são uma boa primeira aproximação, com a vantagem de serem mais fáceis de medir e comparar internacionalmente.
2. No âmbito do procedimento regular de atualização de fontes e metodologias, tipicamente associado à mudança de base, as séries de contas nacionais (em particular, o PIB) dos vários países da UE estão a ser revistas, sendo que a sua divulgação deverá ocorrer ao longo de 2019. No caso português, as séries na base 2016 foram divulgadas após a data de fecho de dados deste Tema em destaque. Os resultados apresentados assentam na informação disponível na AMECO até ao final de julho.
3. Estes valores estão associados, em larga medida, a características específicas destas economias. Os níveis do PIB *per capita* do Luxemburgo estão distorcidos pelo elevado número de trabalhadores pendulares que não habitam no país e pelo peso muito significativo do setor financeiro. No caso da Irlanda, os níveis do produto são afetados pela presença de empresas multinacionais. O salto no *ranking* da Irlanda entre 1995 e 2018 é explicado também por revisões no cálculo do PIB em 2015 que não correspondem ao crescimento efetivo da atividade económica do país. Nos dois casos e em contraste com o observado nas restantes economias da UE, os níveis (e as respetivas taxas de crescimento) do PIB *per capita* são bastante superiores aos do Rendimento Nacional Bruto *per capita* (que tem em conta os rendimentos líquidos pagos ao exterior). Neste contexto, optou-se por excluir estes países da análise da convergência real na União Europeia. Não obstante, os principais resultados apresentados são robustos à inclusão destas economias.

**Gráfico 1 • Comparação entre o PIB *per capita* dos países da União Europeia em 1995 e 2018**  
| Em percentagem do PIB *per capita* da União Europeia



Fonte: AMECO. | Notas: PIB *per capita* em *purchasing power standards* (PPS). A correspondência países-síglas é a seguinte: Alemanha (DE), Áustria (AT), Bélgica (BE), Bulgária (BG), Chipre (CY), Croácia (HR), Dinamarca (DK), Eslováquia (SK), Eslovénia (SI), Espanha (ES), Estónia (EE), Finlândia (FI), França (FR), Grécia (EL), Holanda (NL), Hungria (HU), Irlanda (IE), Itália (IT), Letónia (LV), Lituânia (LT), Luxemburgo (LU), Malta (MT), Polónia (PL), Portugal (PT), Reino Unido (UK), República Checa (CZ), Roménia (RO), Suécia (SE).

Uma comparação entre 1995 e 2018 permite constatar que a evolução do rendimento face à média da UE diferiu entre as várias economias (Gráfico 1). No caso da economia portuguesa, observou-se uma descida da sua posição relativa entre 1995 e 2018, passando de 16.º para 21.º. O PIB *per capita* português em percentagem da média da UE também se reduziu neste período. Em algumas economias as alterações de posição relativa foram tão ou mais substanciais. A Grécia, em particular, registou uma descida notória no *ranking* (de 15.º em 1995 para 25.º em 2018). Em contrapartida, os novos países da UE melhoraram em geral a sua posição, nalguns casos significativamente (com destaque para a Lituânia, Estónia e Malta).

Este Tema em destaque foca-se na convergência real pelo que não serão abordadas outras dimensões de convergência. Existem outros conceitos de convergência, nomeadamente a convergência nominal e a convergência cíclica. No primeiro caso, a convergência pode ser entendida como um processo de harmonização de indicadores nominais. No contexto da UE, e em particular da área do euro, a convergência nominal surge associada aos critérios de Maastricht que implicam, para além de critérios orçamentais, a conformidade de variáveis de natureza nominal, como a taxa de inflação, as taxas de juro nominais e a estabilidade cambial pelos países antes da adoção do euro.<sup>4</sup> No segundo caso, a convergência ocorre quando as economias se encontram contemporaneamente

4. Para uma discussão sobre a interação entre a convergência real e a convergência nominal, bem como uma avaliação do processo de convergência nominal na área do euro, ver Diaz del Hoyo et al. (2017), Comissão Europeia (2017) e Franks et al. (2018).

na mesma fase do ciclo económico e se movem em sincronia.<sup>5</sup> A convergência cíclica é especialmente relevante para o bom funcionamento de uma união monetária.

O texto está organizado do seguinte modo. Na primeira parte apresentam-se as medidas sugeridas na literatura para avaliar empiricamente a convergência real. Na segunda parte é explorada a evidência relativa à convergência real na UE. Na terceira parte, o foco incide sobre o processo de convergência de Portugal, recorrendo-se a decomposições do crescimento para esclarecer os principais fatores subjacentes à evolução observada. Por último, apresentam-se algumas considerações finais. O Tema em destaque inclui duas caixas: “Descrição dos dados e fontes” e “Convergência regional em Portugal”.

## Medidas de convergência real

Na literatura empírica, a análise do processo de convergência num grupo de países privilegia as medidas de convergência sigma e convergência beta. A construção destes indicadores encontra suporte teórico nos modelos de crescimento neoclássicos, que estipulam que as economias tendem a convergir para o seu equilíbrio de longo prazo, sendo o ritmo de crescimento determinado pela distância a que o país se encontra deste equilíbrio estacionário.<sup>6</sup> Refira-se que estes modelos assentam numa versão muito simplificada da economia e por isso têm limitações.<sup>7</sup>

### Convergência sigma

A convergência sigma consiste na redução da dispersão entre os níveis de rendimento *per capita* dos países em análise. Trata-se de uma medida agregada que se baseia no pressuposto de que as economias convergem para um equilíbrio comum no longo prazo. Ao avaliar a dispersão em cada momento do tempo, a convergência sigma permite detetar alterações de tendência no processo de convergência real.

Para o cálculo desta medida considerou-se o desvio absoluto médio calculado entre o PIB *per capita* de cada país e o da média da UE.<sup>8</sup> Existem medidas de dispersão alternativas (como o desvio padrão e o coeficiente de variação). No entanto, a medida selecionada tem uma interpretação fácil e apresenta uma menor sensibilidade a valores extremos. A redução do indicador ao longo do tempo sinaliza a diminuição das diferenças entre os níveis de rendimentos dos países da UE, evidenciando convergência sigma.

### Convergência beta

A convergência beta (absoluta ou condicional) implica que as economias com menor rendimento cresçam, em média, mais rapidamente do que as economias com maior rendimento, observando-se um fenómeno de *catching-up*. Empiricamente, considerando um período suficientemente longo, esta relação traduz-se numa correlação esperada negativa entre o nível inicial do PIB *per capita* dos países em análise e as taxas de crescimento médias.

5. Franks et al. (2018) mostram que, desde o início da união monetária, os ciclos económicos dos países da área do euro se tornaram mais sincronizados mas que a amplitude desses ciclos divergiu. O grau de sincronização entre os ciclos de Portugal e da área do euro na última década foi analisado na Caixa “Sincronização cíclica entre Portugal e a área do euro na última década”, *Boletim Económico* de maio de 2018.
6. Para uma discussão mais aprofundada sobre a relação entre os modelos de crescimento neoclássicos e o conceito de convergência real ver, por exemplo, Barro e Sala-i-Martin (2004) e Acemoglu (2009).
7. Em particular, o modelo neoclássico assume que o progresso tecnológico – o motor de crescimento económico sustentável no longo prazo – é uma variável exógena. Existem modelos mais complexos que consideram o processo tecnológico como uma variável endógena, explorando as causas fundamentais para os diferentes ritmos de crescimento. Para mais detalhes ver Barro e Sala-i-Martin (2004) e Acemoglu (2009).
8. Especificamente, a convergência sigma é calculada como  $(1/n) \sum_{i=1}^n |PIBpc_i / PIBpc_{UE} - 1| \times 100$ , onde  $n$  é o número de países em análise.

A convergência beta absoluta assume que os países são relativamente homogêneos em termos das características estruturais – por exemplo, a tecnologia de produção, a taxa de poupança ou crescimento populacional<sup>9</sup> – pelo que tendem a convergir para um nível de rendimento *per capita* comum no equilíbrio. Neste caso, a avaliação da convergência real pode ser feita estimando a seguinte equação para um grupo de países:

$$g_i = \alpha + \beta \ln(y_{i,t_0}) + \varepsilon_i \quad (\text{Equação 1})$$

onde  $g_i = \frac{1}{T-t_1+1} [\ln(y_{i,T}) - \ln(y_{i,t_1})]$  é a taxa de crescimento média anual do país  $i$  no período de  $t_1$  a  $T$ , aproximada pela diferença de logaritmos, e  $y_{i,t_0}$  é o PIB *per capita* do país  $i$  no período inicial  $t_0$ .

Um coeficiente beta estimado negativo e estatisticamente significativo denota convergência absoluta, ou seja os países com menores rendimentos iniciais crescem mais rapidamente. Este coeficiente pode ser interpretado como uma aproximação à velocidade de convergência, medindo a resposta da taxa de crescimento a diferenças no nível de rendimento inicial.<sup>10</sup> A velocidade de convergência determina a rapidez a que a economia converge, em média, para o equilíbrio de longo prazo, indicando a percentagem do hiato entre o rendimento *per capita* inicial e o nível de equilíbrio de longo prazo que é eliminada por ano (Sala-i-Martin, 1996). A partir da velocidade de convergência é possível obter o número de anos necessário para reduzir para metade o hiato original.<sup>11</sup>

A hipótese de que as diferenças entre os ritmos de crescimento dependem apenas do nível inicial de rendimento *per capita* é demasiado restritiva. As economias podem apresentar diferenças significativas ao nível dos fatores estruturais que condicionam o rendimento de equilíbrio de longo prazo. A convergência beta condicional alarga a análise a um conjunto maior de variáveis para além do nível inicial de rendimento *per capita*, traduzindo-se numa avaliação mais completa do processo de convergência. Neste caso, os países não convergem necessariamente para o mesmo nível de PIB *per capita* de longo prazo. Assim, o ritmo de crescimento de um país depende da distância a que este se encontra do seu próprio equilíbrio de longo prazo, sendo que um país mais rico pode ter taxas de crescimento mais altas do que um país de menor rendimento se estiver mais distante do seu nível de equilíbrio de longo prazo.<sup>12</sup>

Para testar a existência de convergência condicional num grupo de economias, considera-se a Equação 1 aumentada pelas variáveis que poderão condicionar o nível de equilíbrio no longo prazo. Especificamente, tem-se:

$$g_i = \alpha + \beta \ln(y_{i,t_0}) + \gamma X_i + \varepsilon_i \quad (\text{Equação 2})$$

9. Estes são fatores estruturais que condicionam o equilíbrio de longo prazo de uma economia de acordo com o modelo de crescimento neoclássico (Solow, 1956).

10. A estimativa de beta obtida através do método dos mínimos quadrados ( $\hat{\beta}$ ) é uma aproximação à velocidade de convergência porque está inversamente relacionada com o número de anos considerados na análise ( $T$ ). Intuitivamente, a velocidade de convergência deverá reduzir-se ao longo do tempo, uma vez que economias de maior rendimento tendem a crescer a um ritmo menor. Quando se considera um período longo combinam-se períodos com velocidades de convergência diferentes. Assim, o cálculo da velocidade de convergência exige que se corrija a estimativa  $\hat{\beta}$  de acordo com a dimensão temporal da amostra. Para tal utiliza-se a expressão  $\tilde{\beta} = -(1 - e^{-\hat{\beta}T})/T$ , onde  $\tilde{\beta}$  é a velocidade de convergência. Para mais detalhes sobre esta transformação ver Sala-i-Martin (1996).

11. O número de anos ( $n$ ) necessários para reduzir para metade o hiato entre o rendimento inicial e o nível de equilíbrio satisfaz a condição  $e^{-\tilde{\beta}n} = \frac{1}{2}$ , onde  $\tilde{\beta}$  é a velocidade de convergência calculada de acordo com a nota 10.

12. A evidência aponta para que não se observe convergência absoluta para uma amostra alargada de países do mundo inteiro no período pós-segunda guerra (Barro e Sala-i-Martin, 2004 e Acemoglu, 2009). No entanto, esta tende a ser visível para uma amostra de economias da OCDE. O que distingue a primeira amostra da segunda é a relativa homogeneidade dos países da OCDE em termos de características estruturais que determinam o rendimento de equilíbrio de longo prazo como a tecnologia de produção, a taxa de poupança, o crescimento populacional, os níveis de qualificação da força de trabalho, as instituições e as políticas económicas. Tal sugere que, a nível mundial, se possa obter convergência condicional quando se controla por determinadas características dos países suscetíveis de influenciar o seu nível de rendimento de longo prazo.

onde  $X_i$  é o vetor de variáveis de controlo e  $\gamma$  o vetor de coeficientes. De entre as variáveis sugeridas pela literatura, encontra-se o capital humano (Mankiw et al., 1992) e variáveis de enquadramento como o grau de abertura e a qualidade das instituições (Barro e Sala-i-Martin, 2004). Existe evidência de convergência condicional quando se verifica uma correlação parcial negativa entre o ritmo de crescimento e o nível inicial de rendimento (o coeficiente beta estimado deve ser negativo e estatisticamente significativo).

Os conceitos de convergência beta e sigma encontram-se relacionados. Intuitivamente, espera-se que, na presença de *catching-up*, se verifique uma redução da dispersão dos rendimentos *per capita* entre as economias consideradas. Contudo tal poderá não acontecer dado que estas medidas consideram horizontes temporais distintos. Assim é possível que a trajetória de longo prazo evidencie convergência beta absoluta ainda que, em determinados momentos do tempo, não se observe convergência sigma.<sup>13</sup>

## Evidência empírica sobre convergência real na UE

Nesta parte do Tema em destaque procede-se a uma análise dos padrões de convergência real na UE, recorrendo às medidas de convergência sigma e convergência beta apresentadas anteriormente. A análise cobre um período de tempo alargado: de 1960 a 2018 para a UE a 15 países (UE15) e de 1995 a 2018 para a UE a 28 países (UE28).<sup>14</sup> Duas décadas pode ser considerado um período adequado para avaliar a convergência real. Porém, o impacto significativo, duradouro e diferenciado da crise financeira internacional e da crise das dívidas soberanas da área do euro sobre os níveis de rendimento dos Estados-Membros dificulta essa avaliação. Para o cálculo das medidas de convergência foram considerados os dados do PIB *per capita* a preços correntes avaliados em PPS disponíveis na base de dados AMECO da Comissão Europeia (Caixa 1).

### Convergência sigma

O desvio absoluto médio entre os níveis de rendimento *per capita* na UE15 reduziu-se de forma relativamente contínua entre 1960 e o início da crise financeira internacional, evidenciando convergência sigma (Gráfico 2). Esta trajetória alterou-se no período de 2008 a 2013, revelando alguma divergência entre países. Nos anos mais recentes, o indicador manteve-se em níveis superiores aos observados antes da crise, sinalizando uma maior dispersão entre os níveis de rendimento *per capita* dos Estados-Membros da UE15. Refira-se que a evolução da convergência sigma na UE15 ao longo de todo o período é fortemente influenciada pelo comportamento dos países do sul da Europa (Portugal, Espanha, Grécia e Itália).

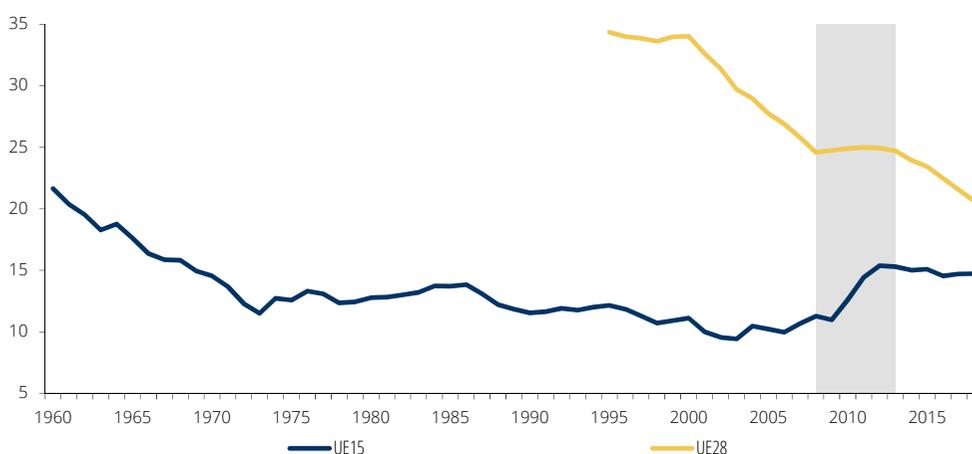
13. Para uma derivação da relação entre convergência sigma e convergência beta ver Comissão Europeia (2019).

14. A UE15 compreende os 15 Estados-Membros iniciais (adesão à UE até 1995). A UE28 corresponde ao grupo atual de países. Os 13 novos Estados-Membros são (data de adesão entre parêntesis): Chipre (2004), Eslováquia (2004), Eslovénia (2004), Estónia (2004), Hungria (2004), Letónia (2004), Lituânia (2004), Malta (2004), Polónia (2004), República Checa (2004), Bulgária (2007), Roménia (2007) e Croácia (2013). A consideração de dois grupos de países prende-se com a ausência de dados para o período 1960-1994 para alguns países da UE28. Pelo mesmo motivo, o grupo de países para a Europa do sul difere consoante a análise recaia sobre o período mais longo (grupo de quatro países) ou mais curto (grupo de seis países). A Irlanda e o Luxemburgo foram excluídos dos agregados da UE (ver nota 3).

Ao nível dos países da UE28, a dispersão dos níveis do PIB *per capita* reduziu-se continuamente desde 2000 (Gráfico 2). O indicador de convergência sigma sinaliza que esta redução foi mais marcada na UE28 do que na UE15 no período anterior à crise. No período da crise e nos anos mais recentes, a dispersão continuou a reduzir-se, o que contrasta com o observado ao nível da UE15.

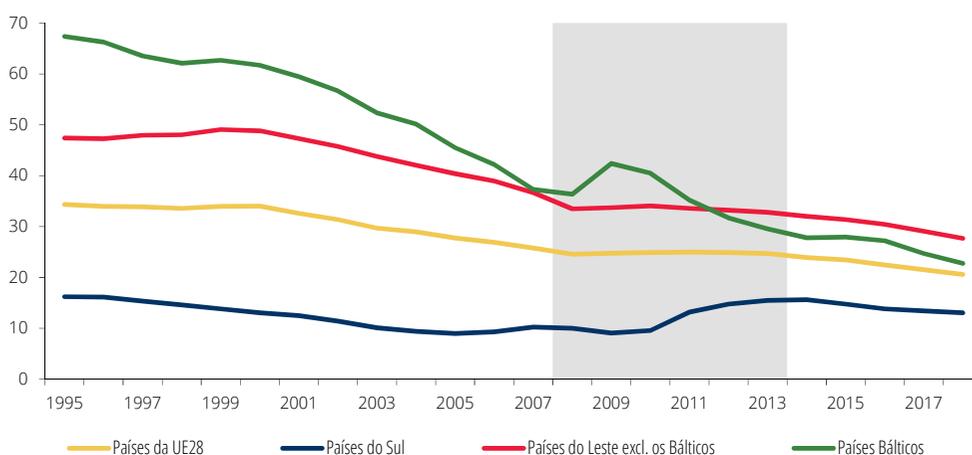
A diferença é explicada pelo comportamento dos Estados-Membros que aderiram à UE desde 2004. O desvio entre os rendimentos *per capita* do grupo de países de leste, em particular os bálticos, face à média da UE28 reduziu-se em todo o período (Gráfico 3). Estes países, com níveis de PIB *per capita* relativamente baixos, mantiveram, em geral, taxas de crescimento elevadas neste período, superiores às da generalidade dos restantes países da UE28.

**Gráfico 2 • Convergência sigma na União Europeia | Desvio absoluto médio**



Fontes: AMECO e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O Luxemburgo e a Irlanda foram excluídos da análise. A zona a sombreado identifica o período relativo à crise financeira e à crise das dívidas soberanas da área do euro.

**Gráfico 3 • Convergência sigma na União Europeia para diferentes grupos de países | Desvio absoluto médio face ao PIB *per capita* da UE28**



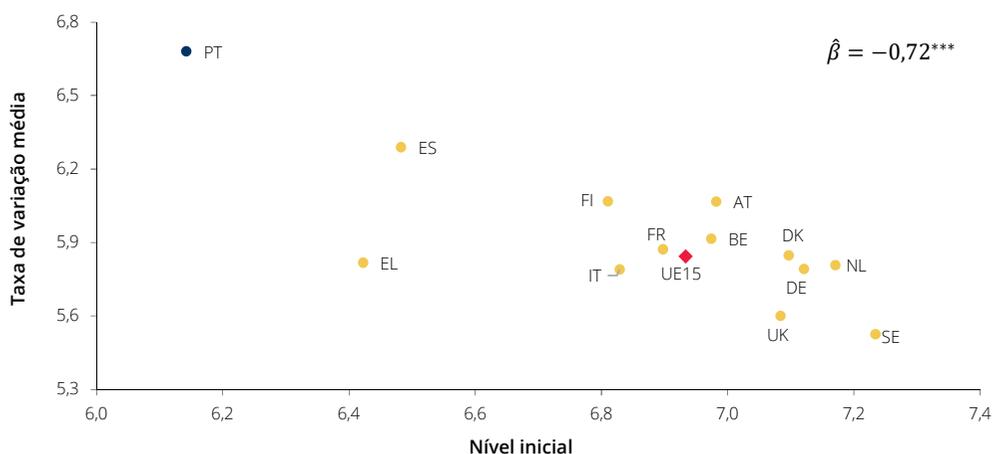
Fontes: AMECO e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O Luxemburgo e a Irlanda foram excluídos da análise. A zona a sombreado identifica o período relativo à crise financeira e à crise das dívidas soberanas da área do euro. O agregado Europa do sul é composto por Chipre, Espanha, Grécia, Itália, Malta e Portugal. O agregado Leste excl. Bálticos inclui os países Bulgária, Croácia, Eslováquia, Eslovénia, Hungria, Polónia, República Checa e Roménia. O grupo dos Bálticos inclui a Estónia, a Letónia e a Lituânia.

## Convergência beta absoluta

Segundo a convergência beta absoluta, os países com um nível de rendimento *per capita* inicial mais baixo devem crescer a taxas mais elevadas do que os países com rendimento inicial superior. Esta relação pode ser facilmente inspecionada recorrendo à análise gráfica, mas um exercício mais rigoroso exige que se estime a Equação 1 de modo a aferir a significância estatística do coeficiente beta.

Na UE15, para o período 1960-2018 é visível uma relação inversa bastante clara entre o nível inicial e o crescimento médio do PIB *per capita*, confirmando a existência de convergência beta absoluta (Gráfico 4).<sup>15</sup> Portugal, sendo o país deste grupo com menor rendimento no início do período, registou o crescimento médio mais elevado. Tal como a Espanha e em contraste com a Grécia, a economia portuguesa terá apresentado um desempenho superior ao sugerido pela relação estimada. A velocidade de convergência estimada é bastante lenta, implicando que, em média para o conjunto de países considerado, o hiato entre o rendimento *per capita* inicial e o seu nível de equilíbrio de longo prazo diminui cerca de 1% por ano, sendo necessários mais de 70 anos para que essa diferença se reduza para metade.<sup>16</sup> Esta velocidade de convergência é consistente com os valores reportados na literatura empírica que indicam que o tempo necessário para que se observe uma convergência substancial envolva tipicamente várias gerações (Barro e Sala-i-Martin, 2004).

Gráfico 4 • Convergência beta na UE15 no período 1960-2018 | PIB *per capita* a preços correntes em PPS



Fontes: AMECO e cálculos do Banco de Portugal. | Notas:  $\hat{\beta}$  denota o coeficiente beta estimado com erros robustos à presença de heterocedasticidade. \*, \*\* e \*\*\* denotam significância estatística a 10%, 5% e 1% respetivamente. As séries do PIB *per capita* em PPS têm subjacente uma evolução dos preços que é comum para todos os países, refletindo a variação de preços na UE do cabaz utilizado no apuramento das PPC.

Considerando uma partição do período em 1995<sup>17</sup>, verifica-se que o resultado de convergência beta encontrado para o período completo se concentrou, em larga medida, nos primeiros 35 anos (Gráfico 5). O coeficiente beta estimado para o período 1960-1995 implica um ritmo de convergência

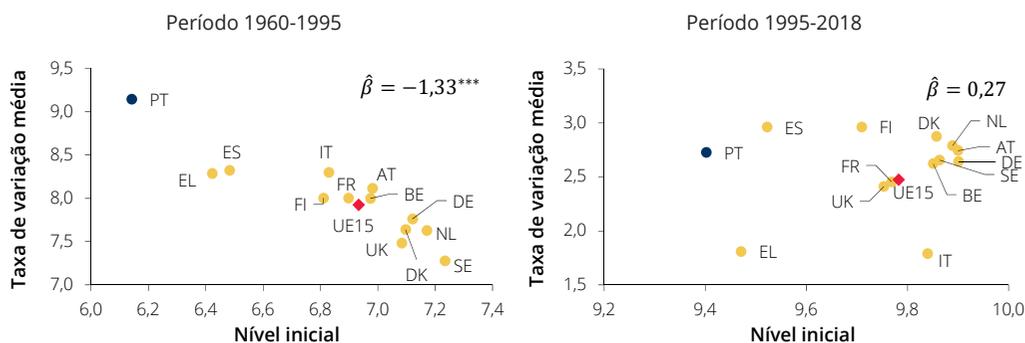
15. Como já foi referido anteriormente a Irlanda e o Luxemburgo foram excluídos da análise. Os resultados não se alteram qualitativamente com a inclusão destes países. Adicionalmente, os resultados obtidos para a convergência beta não se alteram se, em detrimento da taxa de crescimento do PIB *per capita* em PPS, se usar a taxa de variação do PIB *per capita* avaliado a preços constantes.

16. A velocidade de convergência ( $\hat{\beta} = 0,0094$ ) foi calculada utilizando a igualdade da nota 10, com  $\hat{\beta} = -0,72/100$  e  $T = 59$ . O número de anos necessários para reduzir para metade o hiato entre o rendimento inicial e o de equilíbrio é dado por  $n = \ln(2)/0,0094 = 74$  (ver nota 11).

17. Esta partição permite que a análise do período mais recente para a UE15 coincida com o coberto na análise para a UE28. Os principais resultados da análise mantêm-se com partições alternativas na década de 90.

mais elevado do que o sugerido para todo o período.<sup>18</sup> Por oposição, nos últimos 25 anos não é visível uma relação entre o crescimento dos países e o seu nível inicial de rendimento. Em particular, os resultados apontam para a inexistência de *catching-up* dos países com menor rendimento visto que o coeficiente beta estimado não é significativo e tem o sinal contrário ao esperado.

**Gráfico 5 • Convergência beta na UE15 em dois subperíodos | PIB *per capita* a preços correntes em PPS**



Fontes: AMECO e cálculos do Banco de Portugal. | Notas:  $\hat{\beta}$  denota o coeficiente beta estimado com erros robustos à presença de heterocedasticidade. \*, \*\* e \*\*\* denotam significância estatística a 10%, 5% e 1% respetivamente. As séries do PIB *per capita* em PPS têm subjacente uma evolução dos preços que é comum para todos os países, refletindo a variação de preços na UE do cabaz utilizado no apuramento das PPC.

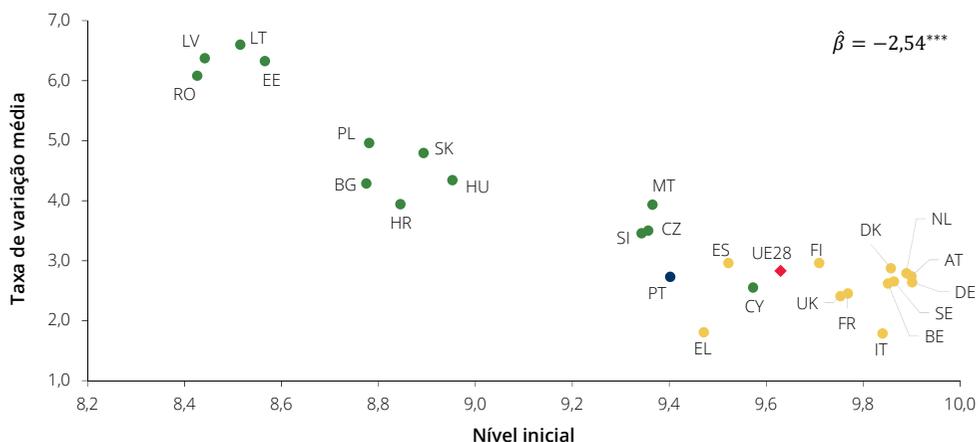
É de realçar que a evolução do produto no período 1995-2018 se encontra muito influenciada pela crise financeira global e pela crise das dívidas soberanas, cujo impacto diferiu bastante entre países. Os países em *catching-up* foram os mais afetados e o seu menor crescimento relativo traduz-se na ausência de convergência ao nível da UE15 neste período. Este resultado pode também refletir uma maior dificuldade em manter ritmos de crescimento económico elevados a partir de determinado patamar de rendimento. Em particular, a literatura aponta para que, nas economias mais avançadas, o crescimento esteja mais associado aos desenvolvimentos da produtividade (em detrimento da acumulação de fatores) e, como tal, poderá depender sobretudo de questões como o nível de capital humano, a qualidade das instituições e a implementação de medidas que promovam o bom funcionamento dos mercados. Este ponto será retomado na análise da convergência beta condicional.

Na UE28, a evidência aponta para que se tenha observado convergência beta absoluta no período 1995-2018, a um ritmo relativamente elevado (Gráfico 6).<sup>19</sup> A maior velocidade de convergência implícita neste grupo mais alargado de países refletirá uma maior heterogeneidade na situação de partida. O contraste com os resultados obtidos para a UE15 para o mesmo horizonte temporal é explicado pelo comportamento dos Estados-Membros que aderiram mais tardiamente à UE. Refira-se que a própria adesão à UE constitui um efeito catalizador do crescimento durante alguns anos pela via da implementação de reformas em linha com a legislação europeia, do alargamento de mercados e do acesso a fundos estruturais.

18. O beta estimado implica que o hiato entre o PIB *per capita* inicial e o seu nível de longo prazo se estreite ao ritmo de 1,8% ao ano, implicando que seriam necessários cerca de 40 anos para fechar metade do hiato original. Para mais detalhes ver notas 10 e 11.

19. Neste caso, o beta estimado implica uma redução do hiato de cerca de 3,9% ao ano, sendo necessários 18 anos para fechar metade do hiato inicial entre o PIB *per capita* e o seu nível de equilíbrio de longo prazo. Para mais detalhes ver notas 10 e 11.

**Gráfico 6 • Convergência beta na UE28 no período 1995-2018 | PIB *per capita* a preços correntes em PPS**



Fontes: AMECO e cálculos do Banco de Portugal. | Notas:  $\hat{\beta}$  denota o coeficiente beta estimado com erros robustos. \*, \*\* e \*\*\* denotam significância estatística a 10%, 5% e 1% respetivamente. Os países que aderiram à UE a partir de 2004 estão assinalados de verde. As séries do PIB *per capita* em PPS têm subjacente uma evolução dos preços que é comum para todos os países, refletindo a variação de preços na UE do cabaz utilizado no apuramento das PPC.

### Convergência beta condicional

A análise de convergência beta condicional considera, para além do nível de rendimento inicial, outros fatores que podem condicionar o nível de equilíbrio de longo prazo de cada economia e, nesse sentido, influenciar o seu ritmo de crescimento.

Empiricamente, foram estimadas as regressões habituais (Equação 2) considerando um conjunto de variáveis adicionais.<sup>20</sup> A seleção destes indicadores tem fundamentos teóricos relacionados com fatores que influenciam os elementos da função de produção. Das variáveis testadas, selecionou-se a medida de qualidade do capital humano (baseada nos níveis de escolaridade e nos retornos da educação) e o indicador relativo à qualidade das instituições (ver Caixa 1 para uma descrição destas variáveis).<sup>21</sup>

O impacto das diferenças nas variáveis explicativas é dado pelo seu efeito sobre o nível de equilíbrio de longo prazo. Assim, um nível de capital humano mais elevado, ao traduzir-se numa maior eficiência do fator trabalho, deverá implicar um nível de equilíbrio do rendimento *per capita* superior (coeficiente esperado positivo). O mesmo efeito é esperado no caso da qualidade das instituições, dado traduzir-se em incentivos à inovação e ao investimento, por exemplo através da redução da burocracia ou dos níveis de corrupção (coeficiente esperado positivo).

Dada a evidência de convergência absoluta na UE28 em 1995-2018, é esperado que se observe convergência condicional no mesmo período (Quadro 1). Com efeito, o coeficiente beta estimado

20. As regressões foram estimadas pelo método dos mínimos quadrados, com erros robustos à presença de heterocedasticidade. Esta abordagem simples é alvo de algumas críticas, discutidas amplamente em *Mills e Patterson (2009)*. Em particular refira-se a possibilidade de os erros estarem correlacionados com as variáveis explicativas, o que conduz a estimativas inconsistentes. Este problema pode ocorrer devido à presença de efeitos não observados específicos a cada país no nível inicial de PIB *per capita*, à endogeneidade de algumas variáveis ou a erros de medida. Paralelamente, a falta de consenso na literatura sobre a seleção das variáveis de controlo (e a associada ausência de robustez dos resultados) enfraquece esta abordagem. Por fim, o número reduzido de observações dificulta a consideração simultânea de um conjunto alargado de variáveis explicativas.

21. Existe uma vasta literatura empírica sobre os possíveis determinantes do crescimento económico. Para além das variáveis referidas foram também testadas: o investimento em rácio do PIB, o crescimento médio da população, as exportações em rácio do PIB, o grau de abertura, o nível do *stock* de capital inicial e o grau de rigidez nos mercados de trabalho e produto (“OCDE Indicators of Product Market Regulation” e “Employment Protection Legislation”). Contudo os coeficientes estimados revelaram-se estatisticamente não significativos.

mantém-se negativo e estatisticamente significativo nas várias regressões estimadas. Simultaneamente, os coeficientes estimados para as variáveis de controlo têm o sinal esperado. Face ao resultado obtido para a convergência beta absoluta, o beta estimado é mais negativo quando se controla pelo capital humano e pela qualidade das instituições. A medida de qualidade do ajustamento da regressão melhora quando se adiciona simultaneamente estas duas variáveis.

A análise da convergência beta condicional é mais interessante para o grupo de países da UE15, uma vez que não se encontrou evidência de convergência absoluta no período mais recente (1995-2018). Os resultados apontam para um beta estimado negativo e estatisticamente diferente de zero apenas quando se considera a variável relativa à qualidade das instituições (Quadro 1). Porém, importa mencionar a fragilidade destes resultados (estimação e inferência) devido ao número reduzido de observações nesta amostra.

A evidência encontrada confirma que a qualidade das instituições e a aposta no capital humano são importantes para elevar o ritmo de crescimento de uma economia. Vários autores defendem que as abordagens que enfatizam as diferenças institucionais são as mais promissoras para a compreensão das diferentes experiências de crescimento económico dos países (Acemoglu, 2009, e Diaz del Hoyo et. al, 2017, para uma aplicação à UE). Estas diferenças institucionais implicam diferenças no enquadramento legal e regulamentar que condicionam a atuação e os incentivos dos agentes económicos para a poupança, o investimento em capital fixo e humano, a inovação e o comércio internacional.

**Quadro 1 • Resultados da estimação da convergência beta condicional para os países da UE28 e da UE15 no período 1995-2018**

	Coeficientes estimados para a UE28				Coeficientes estimados para a UE15	
	Convergência beta				Convergência beta	
	Absoluta	Condicional		Absoluta	Condicional	
Nível inicial do PIB <i>per capita</i>	-2,54***	-2,64***	-3,62***	-3,57***	0,27	-0,9**
Capital humano		0,83***		0,59***		
Qualidade instituições			0,98***	0,87***		0,82***
R <sup>2</sup> ajustado	0,84	0,86	0,90	0,91	-0,08	0,64
N.º de observações		26			13	

Notas: Coeficientes estimados com erros robustos à presença de heterocedasticidade. \*, \*\* e \*\*\* denotam significância estatística a 10%, 5% e 1% respetivamente.

A maioria da literatura empírica sobre o processo de convergência na Europa foca a sua análise nos países da área do euro (por exemplo, Comissão Europeia, 2019, Franks et al., 2018 e Diaz del Hoyo et al., 2017).<sup>22</sup> Os resultados estão, em geral, em linha com os apresentados neste Tema em destaque, sugerindo que o processo de convergência entre os países que aderiram à UE no período anterior a 2004 tem vindo a estagnar (ou mesmo a regredir) nas últimas décadas, mas que, considerando o conjunto atual dos países da UE, a tendência é de *catching-up* em virtude do comportamento dos novos Estados-Membros.

22. A análise de convergência beta condicional apresentada neste Tema em destaque considera regressões estimadas para uma amostra transversal de países. Na literatura empírica, tem vindo a ganhar destaque a análise com base em regressões com dados de painel, que exploram a componente temporal das séries. Comissão Europeia (2019) apresenta uma análise deste tipo para os países da UE28 e para a área do euro (considerando quer os 19 países atuais (AE19) quer os 11 países iniciais excluindo o Luxemburgo e incluindo a Grécia (AE11)). O coeficiente beta estimado obtido é negativo e significativo em todos os casos, apontando para a existência de convergência condicional. No entanto, a evidência para a AE11, em particular no período 1999-2014, é fraca.

As diferentes experiências de crescimento dos países da UE no período analisado tornam claro que o processo de convergência não é automático, realçando a necessidade de uma análise individualizada do desempenho de cada economia.

## Evidência sobre o processo de convergência da economia portuguesa

A análise nesta parte centra-se na economia portuguesa e tem como objetivo identificar alguns dos principais traços do processo de convergência de Portugal face à UE. Recorre-se a duas abordagens diferentes de decomposição do crescimento do PIB *per capita*. A primeira baseia-se num exercício de contabilidade de crescimento e pretende avaliar o contributo da acumulação dos fatores produtivos e da eficiência da produção para o processo de convergência. A segunda considera a decomposição entre emprego e produtividade do trabalho, explorando a dimensão setorial. A Caixa 2 explora a vertente regional, avaliando em que medida o processo de convergência do país face à UE foi acompanhado por uma redução das disparidades entre as regiões nacionais. O foco na evolução ao longo do tempo justifica a opção por dados em termos reais nesta parte (ver Caixa 1 para uma discussão sobre as diferenças entre dados em volume e em PPS).<sup>23</sup>

### Uma perspetiva longa sobre o processo de convergência da economia portuguesa

Entre 1960 e meados dos anos 90<sup>24</sup>, o PIB *per capita* português em percentagem da UE15 exibiu uma trajetória ascendente, traduzindo-se num largo período de convergência real (Gráfico 7). Neste intervalo, o ritmo de convergência foi particularmente acentuado entre 1960 e 1972 e entre 1986 e 1992, dois períodos marcados pelo aumento da abertura ao exterior e por importantes transformações estruturais e institucionais em Portugal.

Em contraste, o período entre meados dos anos 90 e a atualidade é caracterizado por uma estagnação do processo de convergência da economia portuguesa. Este período é marcado pela crise das dívidas soberanas na área do euro, que se traduziu numa recessão particularmente severa e prolongada da economia portuguesa, num contexto de necessidade de ajustamento de desequilíbrios acumulados. Não obstante, o desempenho relativo de Portugal face à UE nas décadas mais recentes revela a persistência de fragilidades de natureza estrutural na economia portuguesa. A evolução nos anos mais recentes aponta para alguma recuperação, no entanto o PIB *per capita* relativo em 2018 situa-se ainda aquém do nível registado em 1995.<sup>25,26</sup>

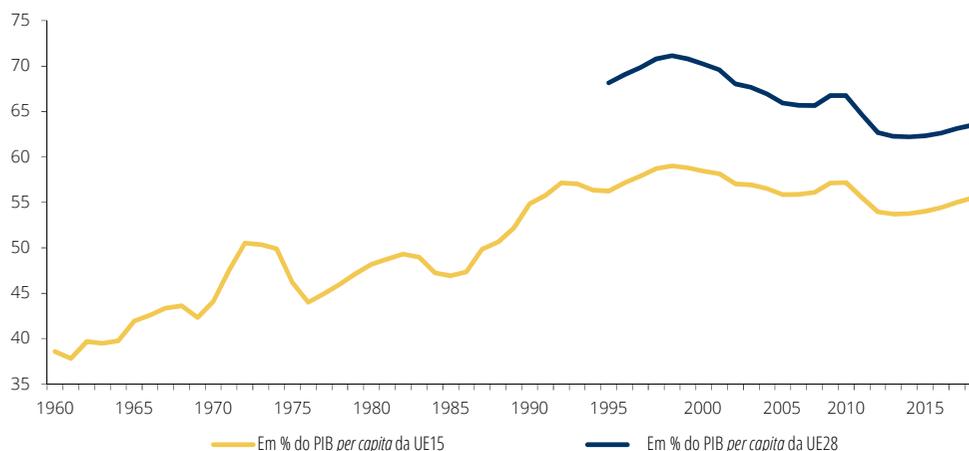
23. Comparando as séries do PIB *per capita* da economia portuguesa em percentagem do PIB *per capita* da UE15 (e da UE28) a preços constantes em euros e a preços correntes medidos em PPS, verifica-se uma diferença nos níveis das séries (o nível é superior na série em PPS, refletindo o ajustamento pelo poder de compra), mas a evolução de ambas é relativamente semelhante.

24. Na análise do processo de convergência da economia portuguesa optou-se por considerar uma partição do período analisado em 1995, tal como na avaliação da convergência na UE. A consideração de partições alternativas ao longo da década de 1990, na qual é possível situar uma alteração do processo de convergência da economia portuguesa, não tem impacto sobre os resultados da análise.

25. Na avaliação do processo de convergência da economia portuguesa, optou-se por uma comparação face à média da UE. Em alternativa, poderia considerar-se como referência o grupo dos cinco países da UE com maior rendimento *per capita* (em média, em 1960-2018, Alemanha, Áustria, Dinamarca, Países Baixos e Suécia). A evolução do PIB *per capita* de Portugal face a este grupo de países é muito semelhante à apresentada no Gráfico 7.

26. Na análise do processo de convergência da economia portuguesa foram usadas as séries de contas nacionais na base 2011. Os principais resultados mantêm-se considerando o PIB de Portugal na base 2016. Em particular, mantém-se a conclusão de que o PIB *per capita* português, em percentagem da média da UE15, se situa em 2018 ainda abaixo do nível registado em 1995.

Gráfico 7 • PIB *per capita* em Portugal, em termos reais | Em percentagem do PIB *per capita* da UE



Fonte: AMECO.

### Decomposição com base na contabilidade de crescimento

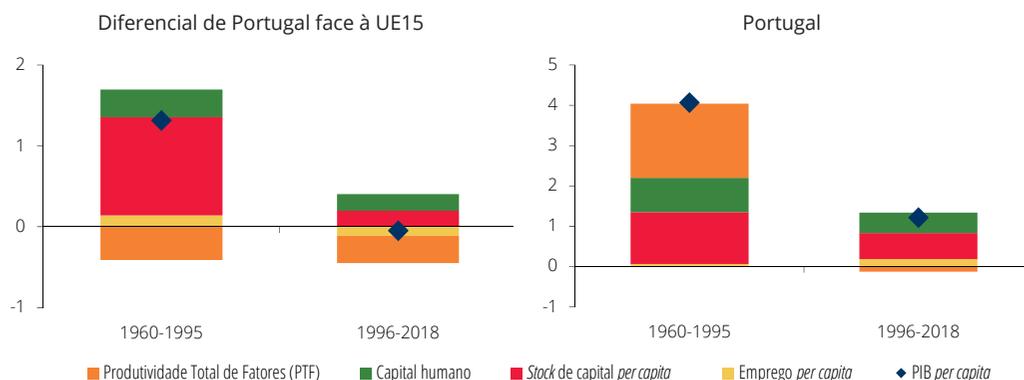
A abordagem da contabilidade do crescimento permite decompor a evolução do PIB *per capita* nos contributos dos fatores produtivos (trabalho e *stock* de capital) e da produtividade total dos fatores (PTF).<sup>27</sup> Para além da quantidade do fator trabalho, considerou-se o capital humano, interpretado habitualmente como a qualidade do fator trabalho. Neste exercício, a PTF é apurada como resíduo, pelo que tem subjacente uma natureza abrangente. A sua evolução pode refletir o desenvolvimento ou incorporação de novas tecnologias de produção, melhorias institucionais ou uma afetação mais eficiente de recursos. A análise que se segue compara os resultados deste exercício para Portugal com os obtidos para a UE15 nos dois grandes períodos acima identificados. Esta análise é essencialmente descritiva e tem associada a incerteza inerente à avaliação e medição da utilização e qualidade dos fatores produtivos. No entanto, fornece um quadro conceptual que permite identificar os principais contributos para a evolução do produto *per capita* relativo.

O processo de convergência face à UE15 observado no período 1960-1995 resultou em larga medida de uma maior acumulação de capital fixo em Portugal (Gráfico 8). Note-se que o ponto de partida da economia portuguesa era muito baixo comparativamente aos restantes países da UE.<sup>28</sup> Durante este período, o contributo da PTF para o crescimento do PIB *per capita* português foi positivo e significativo, no entanto o seu desempenho ficou aquém do verificado na UE15 (Gráfico 8). Por sua vez, a estagnação do processo de convergência no período seguinte (1996-2018) esteve associada à manutenção de uma evolução relativa desfavorável da PTF, num contexto em que o contributo do fator trabalho se tornou negativo – em particular, durante o período da crise – e o contributo positivo do *stock* de capital se reduziu significativamente.

27. O exercício tem por base uma função de produção Cobb-Douglas:  $PIB = PTF \cdot (hL)^\alpha K^{1-\alpha}$ , em que PTF corresponde à produtividade total dos fatores,  $L$  à quantidade do fator trabalho,  $h$  ao nível de capital humano e  $K$  ao *stock* de capital, sendo  $\alpha$  a elasticidade do PIB em relação ao fator trabalho. Para o cálculo da PTF como resíduo de Solow, considerou-se um alfa constante e igual para todos os países de 0,63 (AMECO). Para uma descrição detalhada ver Tema em destaque “Transição demográfica e crescimento na economia portuguesa”, *Boletim Económico* de outubro de 2015.

28. Os níveis de *stock* de capital por trabalhador em Portugal permanecem baixos comparativamente com os restantes países da UE. Para mais detalhes, ver Caixa “*Stock* de capital na economia portuguesa”, *Boletim Económico* de maio de 2018.

**Gráfico 8 • Decomposição da evolução do PIB *per capita* na ótica da contabilidade de crescimento**  
| Em pontos percentuais (média no período)



Fontes: AMECO, Penn World Tables (Feenstra, Inklaar e Timmer, 2015) e cálculos do Banco de Portugal.

Duas características são transversais aos dois períodos analisados. Por um lado, a manutenção do contributo positivo do capital humano para o diferencial de crescimento face à UE15, refletindo a melhoria dos níveis de qualificação da força de trabalho em Portugal, apesar de permanecerem abaixo da média europeia.<sup>29</sup> Por outro, o fraco desempenho relativo da PTF em Portugal, que está relacionado com as debilidades do enquadramento institucional e de funcionamento dos mercados. De entre os fatores subjacentes à fraca evolução da PTF em Portugal têm sido destacados a ineficiência do sistema judicial, a reduzida dimensão das empresas, a fraca qualidade da gestão empresarial, o baixo investimento em inovação, a prevalência de segmentação no mercado de trabalho e a existência de mercados do produto pouco concorrenciais e com barreiras à entrada (*Relatório do Conselho de Administração – Atividades e Contas 2014*). Note-se que quer para a economia portuguesa quer para a generalidade das economias avançadas, existe evidência de uma desaceleração da produtividade no período 1996-2018.<sup>30</sup>

### O desempenho relativo da produtividade do trabalho ao nível setorial

Na análise do processo de convergência da economia portuguesa, uma questão natural que se coloca é se a tendência a nível agregado oculta variações significativas entre setores ou se é replicada para a maioria dos setores. Para explorar esta vertente, recorre-se à decomposição do crescimento do PIB *per capita* nos contributos do emprego (*per capita*) e da produtividade do fator trabalho. Utilizando a desagregação por ramo de atividade, é depois possível averiguar em que medida a evolução relativa da produtividade agregada é explicada por diferenças no crescimento da produtividade em cada setor (componente intrasectorial) ou por alterações na afetação de recursos entre setores (componente intersectorial).<sup>31</sup>

29. Não obstante a tendência positiva de aumento da escolaridade dos trabalhadores em Portugal, mais acentuado nas faixas etárias mais jovens, o hiato face aos níveis dos restantes parceiros europeus ainda é significativo. Para mais detalhes ver Caixa “Evolução das qualificações da força de trabalho em Portugal”, *Boletim Económico* de maio de 2018.

30. Muitas explicações têm sido avançadas para esta desaceleração da produtividade a nível global, podendo referir-se o abrandamento na inovação e na difusão tecnológica, o aumento do grau de ineficiência produtiva, uma pior da afetação 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 (para um conjunto de referências, ver Tema em destaque “Reafetação de recursos e produtividade total dos fatores em Portugal”, *Boletim Económico* de outubro de 2018).

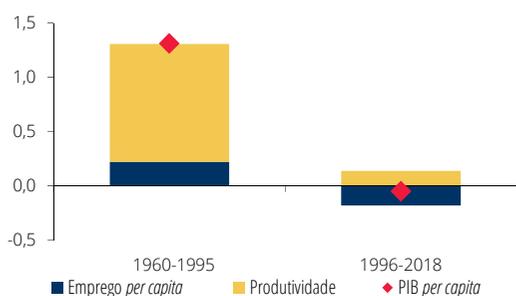
31. Especificamente, o cálculo da componente intrasectorial assume que o peso do emprego se mantém constante entre períodos de modo a medir apenas a variação da produtividade. Em sentido contrário, o cálculo da componente intersectorial considera que a produtividade não se altera, permitindo isolar as alterações no emprego. Para uma descrição detalhada da metodologia de cálculo dos contributos setoriais, ver Caixa “A evolução do VAB, emprego e produtividade na recuperação em curso: contributos setoriais”, *Boletim Económico* de outubro de 2017. Esta metodologia é sensível ao nível de desagregação dos dados. A análise apresentada tem por base a maior desagregação setorial disponível no Eurostat para dados comparáveis por país, tendo sido testada a robustez dos resultados a uma análise com dados mais agregados. Adicionalmente, note-se que existem decomposições alternativas discutidas na literatura que poderão conduzir a conclusões diferentes.

O processo de convergência de Portugal face à UE15 beneficiou no primeiro período (1960-1995) de um contributo significativo da produtividade do trabalho (medida pelo rácio entre o PIB e o emprego) (Gráfico 9). No entanto, este contributo reduziu-se substancialmente no período 1996-2018. A relativa estagnação do processo de convergência (evidenciada pelo diferencial quase nulo entre as taxas de variação dos rendimentos *per capita*) neste segundo período refletiu contributos reduzidos e com sinal contrário do emprego e da produtividade.

Considerando os dados setoriais do VAB por trabalhador, apenas disponíveis para o período 1995-2018, verifica-se que os ganhos modestos da produtividade agregada face à UE15 provêm essencialmente do contributo da componente intersectorial (Gráfico 10).<sup>32</sup> Este resultado sugere uma orientação dos fluxos de emprego para setores da economia com maior produtividade mais expressiva em Portugal do que na média da UE. Com efeito, não obstante a virtual estabilização do emprego total em Portugal entre 1996 e 2018, o emprego aumentou nos serviços e reduziu-se na indústria, na construção e na agricultura. Refira-se que a produtividade nos serviços e na indústria se situa acima da média da economia, sendo inferior à média no caso da construção e da agricultura.

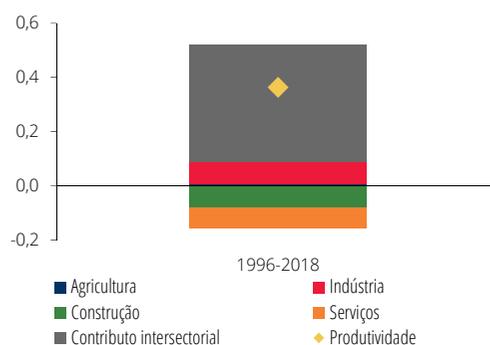
No período 1996-2018, o contributo intrasectorial para a convergência da produtividade agregada foi aproximadamente nulo, refletindo ganhos reduzidos face à UE na indústria e reduções nos serviços e na construção (Gráfico 10).

**Gráfico 9 • Decomposição da evolução do PIB *per capita* de Portugal face à UE15 nos contributos da produtividade e do emprego**  
| Em pontos percentuais (média no período)



Fontes: AMECO e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: PIB *per capita* = PIB/Emprego x Emprego/População.

**Gráfico 10 • Decomposição do crescimento da produtividade em Portugal face à UE15**  
| Em pontos percentuais (média no período)



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Os ramos de atividade “Atividades Imobiliárias e alugueres” e “Administração pública, educação e saúde” foram excluídos da análise.

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

Os resultados da análise por setor de atividade devem ser vistos com cautela uma vez que são sensíveis à metodologia escolhida para a decomposição setorial da produtividade e ao nível de desagregação dos dados. Adicionalmente, os dados disponíveis não permitem captar todos os canais de reafetação de recursos. Por exemplo, a melhoria da afetação do trabalho entre setores pode ser compatível com uma deterioração dessa afetação dentro de cada setor.<sup>33</sup>

## Considerações finais

Este Tema em destaque analisa o processo de convergência real na UE e a evolução relativa do PIB *per capita* português num período longo (1960-2018), identificando os padrões e características destes processos. A manutenção de assimetrias nos níveis de rendimento *per capita* entre economias tem custos económicos, sociais e políticos. A convergência real traduz-se num aumento do nível de vida nos países em que ocorre o *catching-up*. Neste processo, o apoio dos cidadãos ao projeto de integração europeia é igualmente robustecido.

A evidência apresentada neste Tema em destaque aponta para conclusões mistas quanto à evolução do processo de convergência na UE nos últimos 25 anos. Após três décadas e meia de progressos, a convergência no conjunto dos 15 países iniciais (UE15) estagnou entre 1995 e 2018. Este resultado encontra-se condicionado pelo impacto diferenciado das crises observadas neste período. Poderá refletir também a dificuldade dos Estados-Membros de menor rendimento *per capita* – incluindo Portugal – manterem ganhos de produtividade face à UE. Por seu turno, considerando o grupo de países atual (UE28), o processo de convergência é significativo refletindo sobretudo o *catching-up* dos novos Estados-Membros. Os resultados apresentados apontam para a relevância do capital humano e da qualidade das instituições para as diferentes experiências de crescimento.

É reconhecido que as instituições europeias têm um papel na promoção da convergência real na UE através da manutenção de mecanismos de vigilância, da coordenação de políticas económicas e da criação de instrumentos de transferência de rendimento dos países mais ricos para os mais pobres. Os fundos europeus têm desempenhado este papel, contrariando eventuais efeitos de polarização e promovendo as condições de crescimento. Neste contexto são também de assinalar o Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos e as Recomendações Específicas aos Países, com enquadramento no processo do Semestre Europeu. Mais recentemente, estão em curso propostas para a implementação de um instrumento de apoio financeiro às reformas e à convergência nos países da área do euro (“Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness”). Porém, a responsabilidade de promover o crescimento económico de forma duradoura continuará a ser, em larga medida, uma tarefa dos agentes económicos e das autoridades nacionais.

A análise da evolução do nível de rendimento *per capita* em Portugal comparativamente à média da UE mostra que o processo de convergência real da economia portuguesa não prosseguiu nos últimos 25 anos. Este resultado reflete em larga medida a manutenção de um fraco desempenho relativo da produtividade total de fatores, num período em que não se esperam contributos relativos significativos associados à acumulação de fatores. O contributo relativo negativo da PTF

33. Dias, Marques e Richmond (2014), usando dados ao nível da empresa, encontram evidência de uma acentuada deterioração na afetação dos recursos nas empresas portuguesas, dentro de cada setor (*within-industry misallocation*), durante o período 1996-2011, sendo o fenómeno particularmente marcado nos serviços.

ao longo de todo o período analisado aponta para debilidades persistentes no enquadramento institucional e no funcionamento dos mercados na economia portuguesa. A evolução face à UE do capital por trabalhador e das qualificações da mão-de-obra manteve-se positiva mas os níveis destas variáveis em Portugal permanecem abaixo dos observados na UE. Nos últimos 25 anos, também não se registaram ganhos de produtividade em termos relativos – não obstante um contributo positivo associado à reafecção do emprego para setores mais produtivos em Portugal – refletindo uma tendência transversal aos vários setores de atividade.<sup>34</sup>

A recuperação do processo de convergência da economia portuguesa é um desafio complexo e que envolve múltiplas dimensões de política. Esta tarefa torna-se mais exigente tendo em consideração os desafios que a evolução demográfica – especificamente, o envelhecimento da população mais adverso em Portugal do que na média da UE<sup>35</sup> – e a rápida transformação tecnológica em curso colocam à reestruturação da economia e a um maior crescimento potencial. Os mecanismos subjacentes ao crescimento não estão totalmente estabelecidos na literatura económica e atuam de forma diferente nos países, dependendo das circunstâncias internacionais e nacionais. No entanto, no caso da economia portuguesa, a aposta no aumento do capital humano, a promoção de condições para um aumento sustentado do investimento e a melhoria do enquadramento institucional e do funcionamento dos mercados surgem como prioridades de política. Adicionalmente, existe a necessidade de medir e monitorizar os desenvolvimentos registados nestas áreas, tendo como referência os países com melhor desempenho nestas dimensões.

34. Para uma análise detalhada de questões estruturais com impacto no crescimento económico português, ver “O Crescimento Económico Português: Uma Visão sobre Questões Estruturais, Bloqueios e Reformas”, Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal, a publicar.

35. Para mais detalhes, ver Caixa “Demografia em Portugal: evolução recente e projeções”, *Boletim Económico* de outubro de 2018.

### Caixa 1 • Descrição dos dados e fontes

A avaliação do processo de convergência real na UE requer a utilização de indicadores para o nível de bem-estar da população comparáveis entre países, sendo que a opção mais frequente – também adotada neste Tema em destaque – é o PIB *per capita*. A análise comparada e para um horizonte temporal longo exige algum cuidado relativamente às unidades em que é medido este indicador. Nesta caixa apresentam-se as opções metodológicas relativas ao indicador selecionado e o conjunto de dados utilizados neste Tema em destaque. O Quadro C1.1 resume as variáveis e fontes utilizadas, destacando-se a base de dados AMECO, disponibilizada pela Comissão Europeia (CE).

Na análise do processo de convergência real a literatura privilegia a utilização do PIB *per capita* avaliado em paridades de poder de compra (PPC), o que assegura a comparabilidade entre as várias economias.<sup>36</sup> A preferência por este método de conversão – em detrimento das taxas de câmbio de mercado – prende-se principalmente com o facto de este ajustar o indicador pelas diferenças no poder de compra entre países. Esta questão é relevante porque os níveis de preços são geralmente mais elevados nos países de maior rendimento. Ao ignorar esta evidência na conversão dos agregados, o PIB das economias de maior rendimento tende a ser sobrestimado e o dos países de menor rendimento subestimado. As variáveis convertidas com base em PPC da UE são expressas numa moeda fictícia denominada PPS (*purchasing power standard*), que corresponde a euros avaliados ao nível médio de preços da UE.<sup>37</sup> Esta unidade é tipicamente utilizada por instituições europeias, sendo as PPC interpretadas como a taxa de câmbio da PPS face ao euro.

Apesar de indicado para a comparação entre diferentes economias, a evolução do PIB *per capita* a preços correntes em PPS entre períodos temporais distintos tem a desvantagem de refletir, em parte, as flutuações de preços.<sup>38</sup> Esta desvantagem é minorada com a utilização de PIB *per capita* relativos ou em percentagem da UE.

Tendo em conta esta avaliação, optou-se por considerar as séries do PIB *per capita* medidas em PPS na avaliação da convergência real na UE. Não obstante, confirmou-se a robustez dos resultados quando se consideram dados em volume. Na análise do desempenho relativo da economia portuguesa, optou-se pela utilização de variáveis em termos reais, assegurando assim a sua comparabilidade ao longo do tempo bem como a consistência dos dados a utilizar nas decomposições.

36. A paridade de poder de compra (PPC) entre dois países dá-nos a taxa que permite converter a moeda do país A na moeda do país B tal que o custo de um conjunto de bens e serviços seja igual nos dois países. Para este cálculo são inquiridos os preços médios nacionais de um cabaz alargado e representativo de bens e serviços nas economias participantes. As PPC são depois apuradas como médias dos preços relativos desses vários produtos e serviços, usando como ponderadores os respetivos pesos da despesa interna de cada país. Deste modo, as PPC convertem os agregados de despesa dos diferentes países para uma moeda comum e para um nível de preços uniforme, assegurando a sua comparabilidade.

37. Uma PPS pode comprar a mesma quantidade de bens e serviços em cada país da UE. No entanto, a diferença de níveis de preços significa que são necessários montantes diferentes de moeda nacional, dependendo do país.

38. Uma alternativa seria considerar o PIB *per capita* a preços constantes avaliado com base nas PPC de um ano de referência. Contudo a construção deste indicador tem implícita a hipótese de que as estruturas de preços se mantêm constantes ao longo do tempo. Esta hipótese é irrealista, sobretudo para períodos temporais longos.

**Quadro C1.1 • Lista das variáveis e fontes utilizadas no Tema em destaque**

Variável	Descrição	Fonte
<b>Convergência real na UE</b>		
PIB <i>per capita</i>	Produto interno bruto, <i>per capita</i> , a preços correntes, em PPS	CE AMECO
Capital humano	Índice de capital humano com base nos anos de escolaridade (Barro e Lee, 2013) e nos retornos de educação.	PWT 9.1
Qualidade das instituições	Média simples dos indicadores de qualidade institucional (eficácia do governo, qualidade regulamentar, Estado de Direito e controlo de corrupção)	Banco Mundial
<b>Desempenho relativo da economia portuguesa</b>		
PIB <i>per capita</i>	Produto Interno Bruto, <i>per capita</i> , a preços constantes de 2010	CE AMECO
Emprego	Emprego, em número de indivíduos (conceito de Contas Nacionais) <sup>(a)</sup>	CE AMECO
Stock de capital	Stock de capital líquido, a preços constantes de 2010	CE AMECO
VAB	Valor acrescentado bruto, dados encadeados em volume (2010)	Eurostat
Emprego	Emprego, em número de indivíduos (conceito de Contas Nacionais)	Eurostat

Notas: PWT 9.1 corresponde à versão 9.1 das Penn World Tables (Feenstra, Inklaar e Timmer, 2015). (a) Para as observações em falta utilizou-se o emprego – conceito Inquérito ao Emprego (fonte: CE AMECO).

**Caixa 2 • Convergência regional em Portugal**

A convergência de um país face à União Europeia pode ser alcançada independentemente do aumento ou redução das disparidades a nível nacional. No período entre 1995 e 2018 o processo de convergência da economia portuguesa face à UE parece ter estagnado. Nesta caixa pretende-se averiguar se existiu convergência regional em Portugal neste intervalo<sup>39</sup>, considerando os dados do PIB *per capita* com a desagregação 3 da Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos (NUTS 3).<sup>40</sup> A avaliação do processo de convergência real em Portugal é desenvolvida com base em duas medidas tipicamente utilizadas na literatura empírica: a convergência sigma e a convergência beta absoluta.<sup>41</sup>

A dispersão entre os rendimentos *per capita* das regiões portuguesas apresenta uma trajetória descendente ao longo do período em análise, evidenciando convergência sigma (Gráfico C2.1). Note-se que a evidência de convergência sigma não reflete somente a aproximação das regiões com menor rendimento ao nível médio nacional. Com efeito, apesar do PIB *per capita* da Área Metropolitana de Lisboa, em percentagem do de Portugal, se manter significativamente acima da

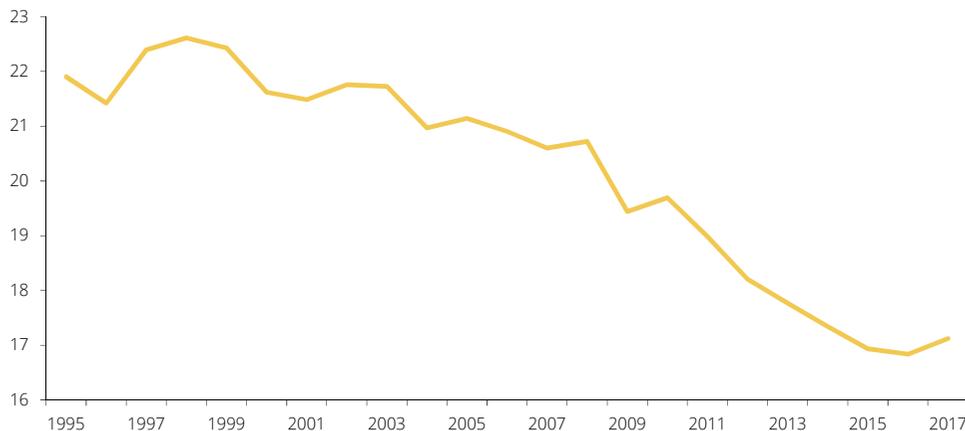
39. A informação disponibilizada pelo INE apenas está disponível até 2017, ano para o qual os dados são ainda provisórios. Para mais detalhes sobre as contas regionais de Portugal ver INE (2018).

40. Nesta análise considerou-se o PIB *per capita* em termos reais, uma vez que o indicador medido em PPS não tem em consideração as diferenças internas de poder de compra (a conversão é feita uniformemente para todas as regiões).

41. Para uma descrição destas medidas consultar a parte “Medidas de convergência real” deste Tema em destaque.

média, este reduziu-se no período em análise, em particular a partir de 2009 (passando de 142% para 132% em 2017).

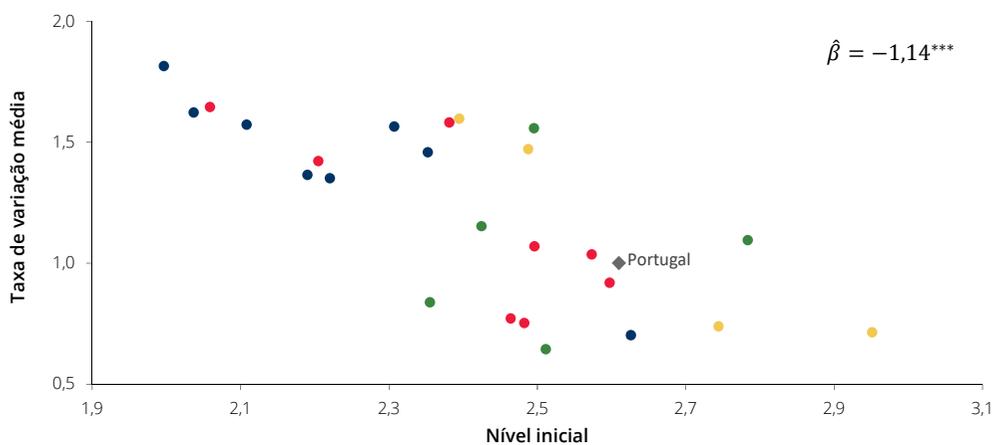
**Gráfico C2.1 • Convergência sigma em Portugal ao nível da NUTS 3 | Desvio absoluto médio**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O desvio absoluto médio é calculado como a média das diferenças absolutas entre o PIB *per capita* de cada região e o PIB *per capita* do país.

A análise da convergência beta permite avaliar a evolução relativa de cada região num determinado período. Entre 1995 e 2017 as regiões portuguesas com um nível inicial de rendimento *per capita* menor cresceram, em média, mais rapidamente do que as regiões mais prósperas, evidenciando convergência beta absoluta (Gráfico C2.2). Este comportamento é particularmente evidente para a maioria das regiões do Norte (assinaladas a azul no Gráfico C2.2). A velocidade de convergência é de 1,1% ao ano, implicando que são necessários cerca de 60 anos para reduzir para metade a diferença inicial entre os rendimentos *per capita* das regiões.

**Gráfico C2.2 • Convergência beta em Portugal ao nível da NUTS 3 no período 1995-2017 | PIB *per capita* em termos reais**

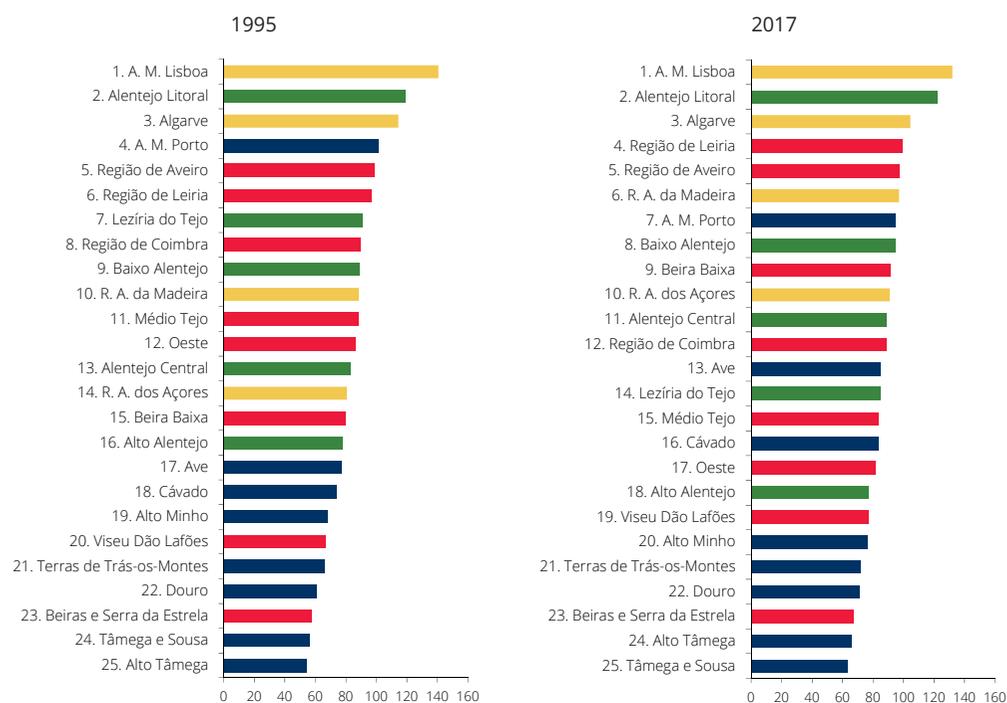


Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: As regiões assinaladas a azul pertencem à NUTS 2 Norte, as assinaladas a vermelho à NUTS 2 Centro e as assinaladas a verde à NUTS 2 Alentejo. As restantes regiões (Algarve, Área Metropolitana de Lisboa, Região Autónoma da Madeira e Região Autónoma dos Açores) estão assinaladas a amarelo e são simultaneamente NUTS 2 e 3.

O desempenho relativo entre regiões no período analisado reflete-se em alterações de posição no *ranking* do PIB *per capita* (Gráfico C2.3). Nas subidas de posição, assinala-se a Beira Baixa, as regiões autónomas da Madeira e dos Açores e a região do Ave. Em sentido contrário, destacam-se as regiões da Lezíria do Tejo, Médio Tejo, Oeste e Coimbra, bem como a área metropolitana do Porto. As três regiões no topo mantiveram-se de 1995 a 2017, apesar da diminuição do PIB *per capita* relativo da região da capital. A posição relativa do Alentejo Litoral (2.º lugar) está associada à presença de empresas de grande dimensão do setor energético nesta região.

A análise desenvolvida nesta caixa aponta para a existência de um processo de convergência real entre as 25 regiões portuguesas no período de 1995 a 2017. Este é um resultado positivo pois traduz uma melhoria das condições de vida das regiões com menor rendimento. Esta redução das assimetrias regionais de rendimento *per capita* contribui para um maior nível de coesão socioeconómica do país, o que constitui em si mesmo um fator de crescimento.

**Gráfico C2.3 • Comparação do PIB *per capita* das regiões NUTS 3 de Portugal em 1995 e 2017**  
| Em percentagem do PIB *per capita* de Portugal



Fonte: INE. | Notas: As regiões assinaladas a azul pertencem à NUTS 2 Norte, as assinaladas a vermelho à NUTS 2 Centro e as assinaladas a verde à NUTS 2 Alentejo. As restantes regiões estão assinaladas a amarelo e são simultaneamente NUTS 2 e 3.

## Referências

- Acemoglu, D., (2009). "Introduction to modern economic growth", Princeton University Press.
- Alcidi, C., Ferrer, J.N., Musmeci, R., Di Salvo, M. e Pilati, M. (2018). "Income Convergence in the EU: Within-country regional patterns", CEPS Commentary.
- Barro, R. e Lee, J.W. (2013). "A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950-2010." *Journal of Development Economics*, vol 104, pp.184-198.
- Barro, R., e Sala-i-Martin, X. (2004). "Economic growth", *The MIT Press*, 2<sup>nd</sup> edition.
- Dias, D. A., Marques, C. R. e, Richmond, C. (2014). "Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis", *Working Papers w201411*, Banco de Portugal.
- Diaz del Hoyo, J. L., Dorrucci, E., Heinz, F. F. e, Muzikarova, S. (2017). "Real convergence in the euro area: a long-term perspective", *ECB Occasional Paper Series No 203*, December 2017.
- Comissão Europeia, (2017). "Sustainable convergence in the euro area: a multidimensional process", *Quarterly Report of the euro area*, Volume 16, No 3.
- Comissão Europeia, (2019). "Convergence and macroeconomic imbalances", *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 18, No 1.
- Feenstra, R. C., Inklaar, R., e Timmer, M. P. (2015). "The Next Generation of the Penn World Table" *American Economic Review*, 105(10), 3150-3182.
- Franks, J., Barkbu, B., Blavy, R., Oman, W. e, Schoelermann, H. (2018). "Economic Convergence in the Euro Area: Coming Together or Drifting Apart?", *IMF Working Paper 18/10*.
- INE (2018). "Contas Regionais 2016 e 2017Po".
- Mankiw, N. G., Romer, D. e Weil, D. (1992). "A contribution to the empirics of economic growth", *The Quarterly Journal of Economics*, May 1992, 407-437.
- Mills, T. C. e Patterson, K. (2009). "Palgrave Handbook of Econometrics", Vol. 2 *Applied Econometrics*, Part VII Growth Developments Econometrics, Chapter 23 The Econometrics of Convergence, Palgrave MacMillan.
- Sala-i-Martin, X, (1996). "Regional cohesion: Evidence and Theories of Regional Growth Convergence", *European Economic Review*, 40 (1996), 1325-1352.
- Solow, R. (1956), "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No 1, pp. 65-94.

