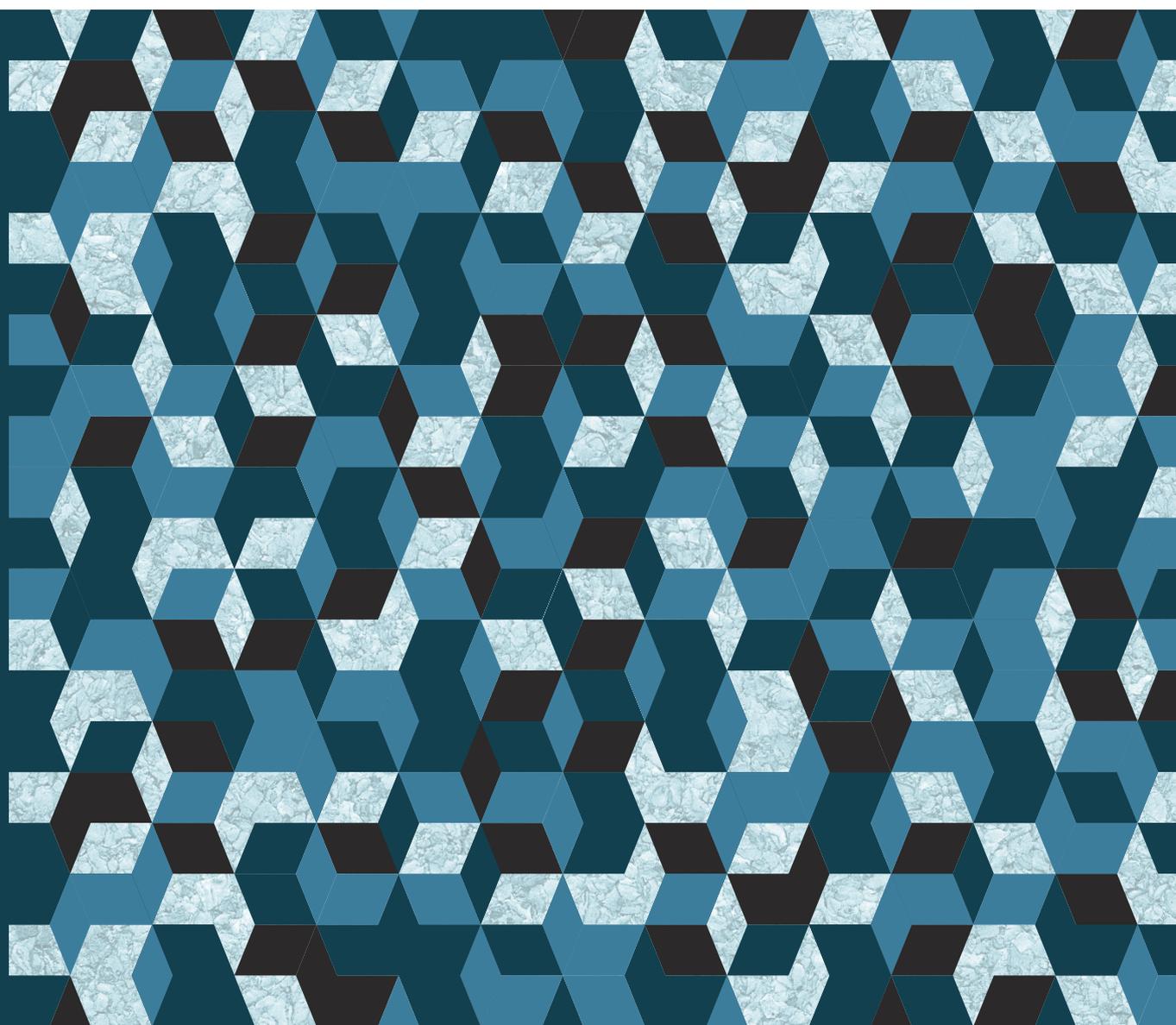




BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Maio 2016



Boletim Económico

Maio 2016



Lisboa, 2016 • www.bportugal.pt

Índice

I A Economia portuguesa | 5

Apresentação | **7**

1. Enquadramento internacional | **11**

Caixa 1.1 | Evolução do preço das matérias-primas | **17**

Caixa 1.2 | A desaceleração da economia chinesa | **21**

2. Condições monetárias e financeiras | **24**

2.1 Área do euro | **24**

Caixa 2.1.1 | Reação dos mercados ao Programa de Compra de Ativos em janeiro e às medidas anunciadas pelo Banco Central Europeu em dezembro de 2015 | **29**

Caixa 2.1.2 | Evolução recente das taxas de juro reais | **31**

2.2 Portugal | **33**

Caixa 2.2.1 | Evolução do endividamento das empresas em Portugal e na área do Euro | **42**

Caixa 2.2.2 | Implicações de alterações no enquadramento europeu de resolução de bancos sobre as condições monetárias e financeiras | **44**

3. Política e situação orçamental | **46**

Caixa 3.1 | Evolução estrutural da receita fiscal em 2015 | **53**

4. Oferta | **55**

5. Procura | **61**

Caixa 5.1 | Exposição da economia portuguesa a Angola | **70**

Caixa 5.2 | Quotas de mercado das exportações portuguesas de bens no período recente: uma análise numa amostra de mercados de exportação | **73**

6. Preços | **76**

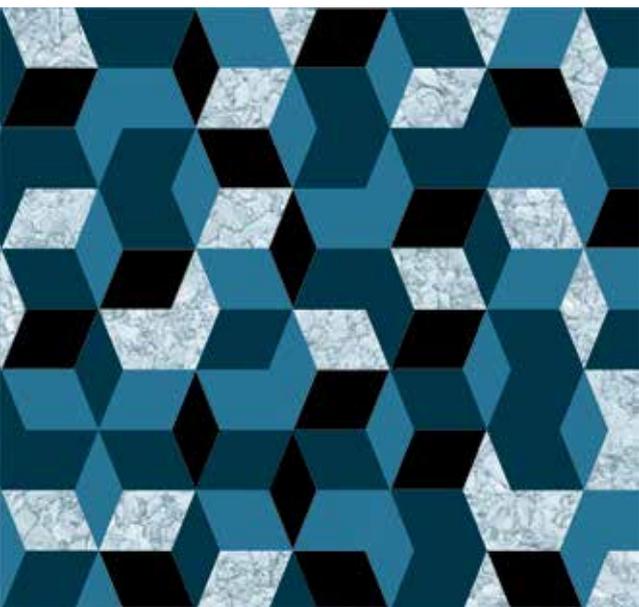
7. Financiamento externo e balança de pagamentos | **82**

Caixa 7.1 | Investimento imobiliário em Portugal por parte de não residentes | **89**

II Tema em destaque

Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal | **95**





I A Economia Portuguesa

Apresentação

1. Enquadramento internacional
2. Condições monetárias e financeiras
3. Política e situação orçamental
4. Oferta
5. Procura
6. Preços
7. Financiamento externo e balança de pagamentos

Apresentação

A recuperação da economia portuguesa consolidou-se em 2015, tendo a generalidade das componentes da procura interna e as exportações acelerado no conjunto do ano. Não obstante, a atividade económica evidenciou sinais de enfraquecimento no segundo semestre, patentes sobretudo na evolução da formação bruta de capital fixo empresarial e das exportações. Este perfil intra-anual foi condicionado pela deterioração da envolvente externa no que se refere à procura dirigida às empresas portuguesas que, num contexto de aumento da incerteza, poderá ter levado ao adiamento de decisões de investimento. Em contrapartida, noutras dimensões, o enquadramento externo da economia portuguesa manteve-se favorável no decurso do ano, dada a evolução do preço do petróleo (Caixa “Evolução do preço das matérias-primas”) e a implementação pelo BCE de medidas de política monetária que tendem a reduzir a fragmentação financeira na área do euro e a melhorar as condições de financiamento do sector privado não financeiro.

A alteração da trajetória do investimento empresarial no decurso de 2015 afetou sobretudo a compra de máquinas e equipamentos, enquanto outras componentes, como a aquisição de material de transporte, continuaram a apresentar um crescimento robusto, mesmo na segunda metade do ano. A evolução destas variáveis durante a fase de recuperação da atividade económica, desde meados de 2013, insere-se num contexto de reposição do *stock* de capital, após quedas persistentes dos fluxos de investimento no decurso dos episódios recessivos que caracterizaram o período 2008-2012. Este processo – que assume grande relevo pois dele depende a incorporação de novas tecnologias no processo produtivo – deverá reganhar intensidade no futuro próximo, especialmente na medida em que se verifique uma evolução favorável da procura externa. A normalização das condições financeiras desempenha aqui um papel importante, salientando-se, em 2015, um aumento significativo dos empréstimos a empresas que obtiveram acesso a

financiamento bancário pela primeira vez, bem como uma recuperação gradual dos empréstimos a pequenas e médias empresas.

Não obstante, o ritmo de acumulação de capital produtivo pelas empresas portuguesas permanece aquém do verificado anteriormente a 2008. Refira-se que, na generalidade dos países da União Europeia, a actual fase de retoma da atividade económica se tem caracterizado por um fraco dinamismo do investimento. No caso português, o comportamento desta variável continuará a ser particularmente condicionado pelos elevados níveis de endividamento das empresas. A evidência microeconómica indica que as pequenas empresas enfrentam particulares dificuldades a este respeito, visto serem aquelas que apresentam uma menor redução do endividamento, apesar de terem sido as mais penalizadas do ponto de vista de concessão de crédito. A trajetória de desalavancagem do setor empresarial como um todo tem sido lenta, também porque tem assentado quase exclusivamente numa redução da dívida, sem o contributo do reforço dos capitais próprios (Caixa “Evolução do endividamento das empresas em Portugal e na área do euro”). Em particular, nos últimos dois anos, o setor quase não conseguiu atrair financiamento por via do investimento direto estrangeiro, o qual tem ainda frequentemente associadas externalidades positivas do ponto de vista de partilha de conhecimento.

A aceleração do consumo privado em 2015 reflete, em parte, um maior crescimento do rendimento disponível, fruto da melhoria das condições no mercado de trabalho, da menor queda do emprego público e da recuperação das transferências sociais. Ao mesmo tempo, a robustez do consumo privado estará associada ao nível elevado de confiança das famílias e a expectativas favoráveis quanto à evolução do seu rendimento permanente. Neste contexto, a aquisição de bens duradouros tem revelado particular dinamismo, evolução que deve ser compreendida à luz da forte retração desta variável nos primeiros anos do programa de

assistência, a par da melhoria das condições de financiamento dos particulares. Estes desenvolvimentos traduziram-se num forte crescimento do crédito ao consumo em 2015, embora face a níveis relativamente baixos deste agregado.

O consumo privado cresceu acima do rendimento disponível nos últimos dois anos, levando a reduções na taxa poupança das famílias que, no final de 2015, se encontrava em níveis historicamente baixos (Tema em destaque “Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal”). A evolução do rendimento disponível tem estado condicionada por uma variação muito mitigada dos salários, justificada por uma utilização do fator trabalho ainda bastante aquém dos níveis prevaletentes antes da crise internacional, não obstante o aumento moderado do emprego e a descida da taxa de desemprego em 2015. Ao mesmo tempo, o comportamento dos salários reflete a virtual estagnação da produtividade na economia portuguesa no período recente. Neste contexto, a retoma de uma trajetória ascendente da produtividade afigura-se crucial para permitir uma recuperação mais consistente do rendimento disponível, a qual permita por sua vez ancorar uma evolução sustentada do consumo privado. Acompanhando o comportamento da poupança, a capacidade de financiamento das famílias também evidenciou um movimento de queda em 2015. Neste enquadramento, o setor das famílias tem conseguido reduzir o seu rácio de endividamento de forma visível no período recente.

As exportações mantiveram um crescimento robusto em 2015, confirmando um dos desenvolvimentos estruturais mais positivos da economia portuguesa no período recente. Esta evolução ocorreu apesar de um enfraquecimento da procura externa por parte de alguns dos principais parceiros comerciais fora da área do euro, cujas economias têm sido negativamente afetadas, entre outros fatores, pela queda dos preços das matérias-primas. Saliente-se, em particular, o caso de Angola, que foi um dos principais destinos das exportações portuguesas no período 2011-2014 e cuja economia tem sido fortemente atingida pela descida do preço

do petróleo (Caixa “Exposição da economia portuguesa a Angola”). Por seu turno, o setor do turismo reforçou a sua importância no conjunto da economia, continuando a evidenciar um grande dinamismo. Apesar da abertura da economia ao exterior – medida pelo peso das exportações sobre o PIB – ter vindo a aumentar de forma consistente, uma comparação com as economias na área do euro de dimensão semelhante e mais abertas ao exterior mostra que existe margem para a intensificação deste movimento. Na verdade, é crucial que tal aconteça, para que a manutenção de um ritmo intenso de acumulação de capital produtivo e a convergência para uma trajetória de equilíbrio do consumo privado não comprometam a necessária redução gradual do desequilíbrio externo acumulado no passado. Com efeito, já em 2014 e 2015, as componentes da procura interna mais dinâmicas foram precisamente as que têm associado um elevado conteúdo importado. Neste contexto, a manutenção de um saldo positivo da balança de bens e serviços assentou parcialmente num ganho de termos de troca, com origem na queda dos preços dos bens energéticos.

O saldo conjunto das balanças corrente e de capital foi positivo em 2015, o que significa que a economia portuguesa manteve uma capacidade de financiamento face ao exterior. Embora se tenha verificado uma ligeira melhoria no conjunto das componentes da posição de investimento internacional relacionadas com instrumentos de dívida, os progressos no sentido de correção do nível de endividamento externo, desde o início do processo de ajustamento, têm sido limitados. A magnitude deste endividamento relaciona-se, em particular, com o elevado nível da dívida pública, cuja redução constitui um dos principais desafios que se colocam à economia portuguesa. Com efeito, a situação atual não só coloca uma pressão permanente sobre as contas externas, como constitui uma vulnerabilidade latente da economia portuguesa, presentemente mitigada pela implementação de medidas não convencionais de política monetária por parte do BCE.

A trajetória de consolidação orçamental que se vinha a verificar desde o início do processo de

ajustamento foi interrompida em 2015, o que se ficou a dever à evolução da receita estrutural. A despesa corrente primária estrutural manteve uma tendência de redução, se bem que mais moderada. Neste contexto, saliente-se a importância da manutenção do processo de consolidação orçamental, através designadamente do aumento da eficiência na utilização dos recursos públicos, tendo em vista a redução da dívida pública. Tal manutenção é ainda requerida pelos compromissos assumidos ao nível europeu. Indicadores de desempenho em áreas-chave da despesa pública, como a saúde e a educação, sugerem que as políticas de contenção da despesa implementadas nos últimos anos não terão posto em causa os níveis e a qualidade global de provisão destes serviços. O investimento público nominal registou uma variação positiva em 2015, após vários anos de quedas consecutivas. No processo de recuperação do investimento público, beneficiando da disponibilidade de financiamento adicional ao nível europeu, é essencial uma seletividade que tenha em conta o impacto dos projetos sobre o potencial de crescimento da economia.

O baixo crescimento da produtividade, atrás mencionado, reflete a persistência de fragilidades estruturais na economia portuguesa. Com efeito, após ganhos durante a fase recessiva, em que a reconversão do tecido produtivo se traduziu no desaparecimento de empresas e postos de trabalho menos produtivos, a produtividade essencialmente estagnou na atual fase de recuperação da atividade – o que é atípico face a ciclos económicos anteriores. As causas deste fenómeno são complexas e radicam, em parte, numa tendência de longo-prazo de reduzido crescimento potencial da economia portuguesa, associado a debilidades no funcionamento dos mercados de trabalho e do produto e na quantidade e qualidade dos fatores produtivos. Ao mesmo tempo, a recuperação da atividade após o último episódio recessivo tem sido afetada pelas dificuldades de financiamento da economia portuguesa, no quadro da crise das dívidas soberanas. De facto, os prémios de risco associados à fragmentação

financeira na área do euro só gradualmente se têm dissipado, permitindo às empresas beneficiarem das medidas de estímulo implementadas pelo BCE. Por último, o aumento da carga fiscal estrutural no período 2011-2013 – no âmbito do processo de consolidação orçamental – tem também pesado negativamente sobre a atividade económica.

Os próprios condicionalismos do processo de ajustamento repercutiram-se de forma negativa sobre a acumulação de fatores produtivos, provocando uma grande intensificação dos fluxos migratórios e quedas da população ativa, num contexto já adverso de envelhecimento da população, bem como a redução da taxa de investimento. Tais fluxos migratórios têm incidido especialmente sobre as faixas etárias mais jovens e impedido, em particular, que a economia portuguesa retire um benefício pleno do retorno associado à melhoria das qualificações da força de trabalho que se vem operando nas últimas décadas. Estes condicionalismos, sendo endógenos ao próprio processo de ajustamento, tenderão a reverter à medida que o mesmo se consolide.

Não obstante, a economia portuguesa tem sofrido transformações importantes nos últimos anos, designadamente o aumento da abertura ao exterior e a alteração da especialização produtiva em favor dos setores mais expostos à concorrência internacional, como é o caso de alguns setores da indústria transformadora, e em detrimento, em particular, do setor da construção. É ilustrativo, a este respeito, o dinamismo do setor da agricultura, em parte ligado à sua internacionalização. A evidência microeconómica indica que se tem operado um movimento de reafetação de recursos produtivos e canalização de financiamento em favor das empresas mais produtivas.

No âmbito do programa de assistência, foi encetada uma agenda vasta de reformas estruturais cujos efeitos na economia não devem ser minimizados. A continuação do processo de reafetação de recursos entre setores e a redução da subutilização do fator trabalho na economia portuguesa

requerem uma forte mobilidade de recursos produtivos. As reformas do mercado do produto revelam-se cruciais para assegurar uma evolução dos preços dos bens não-transacionáveis que não ponha em causa a competitividade da economia. Além disso, outros aspetos da envolvente institucional assumem importância. A título de exemplo refira-se que uma amostra de empresas inquiridas sobre as condicionantes da sua competitividade no período recente, no âmbito do *Inquérito aos Custos do Contexto* do INE, colocou o sistema judicial no topo da lista dos entraves defrontados. Torna-se, assim, essencial assegurar a continuação do esforço reformista, num quadro de previsibilidade e de incentivos adequados aos agentes económicos.

A participação na união monetária permitiu à economia portuguesa beneficiar, no passado recente, de mecanismos que suavizaram o curso do seu processo de ajustamento, e proporciona, no contexto atual, condições monetárias particularmente favoráveis. Contudo, esta participação coloca também desafios importantes, numa fase de redução dos desequilíbrios acumulados, na medida em que faz recair o esforço de tal redução

essencialmente sobre o lado real da economia. A própria arquitetura institucional europeia revela ainda dificuldades em lidar com a coexistência de situações díspares entre os Estados-Membros em termos de desequilíbrios macroeconómicos. A implementação de políticas comuns, neste contexto, gera inevitavelmente tensões e pode ter como consequência indesejada a intensificação de dualismos na evolução das economias. As instituições europeias têm aliás chamado a si um papel mais interventivo, consubstanciado no Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos que prevê mecanismos para a sua identificação e correção atempada. Contudo, a implementação plena destes mecanismos enfrenta dificuldades na partilha de competências e de soberania entre as instituições europeias e os Estados-Membros, que ainda não estão completamente maturadas. O reforço e o cumprimento das regras de coordenação macroeconómica, enquanto partes do processo de construção plena da União Económica e Monetária, são fundamentais para garantir um enquadramento institucional que potencie e sustente a melhoria do bem-estar económico dos cidadãos.

1. Enquadramento internacional

Em 2015, o crescimento da atividade económica manteve-se baixo e com diferenças entre regiões

O crescimento mundial foi mais moderado em 2015 do que no ano anterior (Quadro 1.1). A aceleração da atividade económica nas economias avançadas foi contrabalançada pelo abrandamento das economias de mercado emergentes, especialmente da Rússia, do Brasil e da China. Nas economias avançadas, a melhoria dos mercados de trabalho, as condições financeiras acomodáticas e os preços baixos do petróleo potenciaram

a manutenção do ritmo de crescimento. Pelo contrário, nas economias de mercado emergentes, a intensificação do contexto de incerteza, alguns obstáculos estruturais e a descida dos preços das matérias-primas, no caso dos países exportadores deste tipo de bens, contribuíram para o abrandamento da atividade. Numa perspetiva de longo-prazo, o crescimento económico mundial mantém-se baixo (0,4 p.p. abaixo da média do período antes da crise financeira, 1980-2007), tanto nas economias avançadas (-1,0 p.p.), como nas economias emergentes (-0,4 p.p.) (Gráfico 1.1).

Quadro 1.1 • Taxa de variação real do PIB | Em percentagem

	2012	2013	2014	2015
Economia mundial	3,5	3,3	3,4	3,1
Economias avançadas	1,2	1,2	1,8	1,9
E.U.A.	2,2	1,5	2,4	2,4
Japão	1,7	1,4	-0,1	0,5
Área do euro	-0,8	-0,2	0,9	1,5
Alemanha	0,6	0,4	1,6	1,4
França	0,2	0,7	0,2	1,2
Itália	-2,9	-1,8	-0,3	0,6
Espanha	-2,6	-1,7	1,4	3,2
Reino Unido	1,2	2,2	2,9	2,3
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	5,3	4,9	4,6	4,0
Países europeus em desenvolvimento	1,2	2,8	2,8	3,5
Comunidade de Estados Independentes	3,5	2,1	1,1	-2,8
Rússia	3,5	1,3	0,7	-3,7
Países asiáticos em desenvolvimento	6,9	6,9	6,8	6,6
China	7,7	7,7	7,3	6,9
Índia	5,6	6,6	7,2	7,3
América Latina e Caraíbas	3,2	3,0	1,3	-0,1
Brasil	1,9	3,0	0,1	-3,8
Médio Oriente e Norte de África	5,1	2,1	2,6	2,3
África Subsariana	4,3	5,2	5,1	3,4
Angola	5,2	6,8	4,8	3,0

Fontes: Eurostat, FMI e Thomson Reuters.

Em 2015, o preço do petróleo nos mercados internacionais manteve uma trajetória descendente, iniciada na segunda metade de 2014. Após uma ligeira subida no início do ano, os preços caíram no segundo semestre para novos mínimos. O enfraquecimento da procura bem como um excesso de oferta estiveram na origem desta evolução – Caixa “Evolução do preço das matérias-primas” – que por sua vez se repercutiu *inter alia* numa queda das taxas de inflação em 2015.

Nos mercados financeiros, a volatilidade manteve-se reduzida durante a maior parte do ano. No entanto, no terceiro trimestre ocorreu uma correção do preço dos ativos financeiros na China que conduziu a um aumento de volatilidade global, com depreciações cambiais e movimentos de saída de capitais de economias de mercado emergentes, associados ao surgimento de dúvidas sobre a resiliência da economia chinesa e de outras economias de mercado emergentes mais vulneráveis.

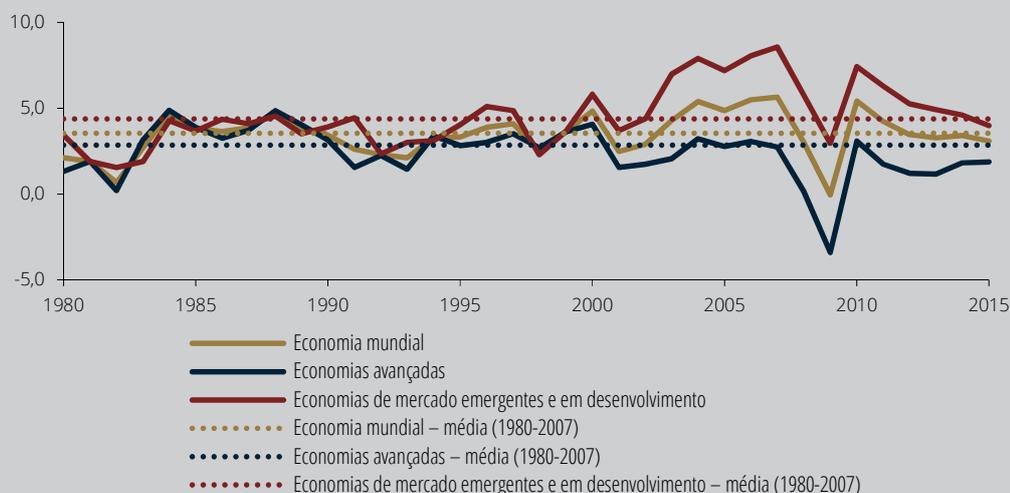
O comércio internacional manteve um crescimento fraco, com a elasticidade do comércio mundial – a relação entre o crescimento do comércio e o crescimento do PIB mundial – em níveis bastante reduzidos (Gráfico 1.2). A tendência estrutural de redução da elasticidade do comércio mundial estará associada a vários

fatores, sendo de destacar a alteração da composição do PIB mundial e o menor dinamismo no comércio de bens de produção intermédios. De facto, o peso da componente de investimento no PIB reduziu-se no seguimento da crise financeira global. Sendo esta componente da procura interna particularmente intensiva em importações, o impacto da sua desaceleração no comércio mundial é amplificado, juntando os efeitos do abrandamento da atividade e da diminuição da procura direta de bens importados. Além disso, no período que antecedeu a crise, a globalização das cadeias de produção resultou numa aceleração do comércio de bens intermédios. Nos últimos anos, esta expansão das cadeias de produção tem abrandado, traduzindo-se numa diminuição dos níveis de crescimento do comércio mundial¹.

A recuperação económica continuou nas economias avançadas

As economias avançadas cresceram 1,9 por cento em 2015, um ritmo ligeiramente superior ao de 2014. Esta evolução reflete a manutenção de um ritmo de crescimento robusto nos E.U.A. e uma aceleração na área do euro e no Japão. Nos

Gráfico 1.1 •
Crescimento do PIB mundial
| Em percentagem



Fonte: FMI.

E.U.A., depois de um início do ano fraco resultante de condições meteorológicas adversas e greves nos portos, o crescimento da atividade recuperou, sustentado pela procura interna. No mercado de trabalho registaram-se melhorias, tendo o emprego acelerado e a taxa de desemprego descido de 5,6 para 5,0 por cento. Com a apreciação do dólar desde meados de 2014 e a descida do preço do petróleo e outras matérias-primas, a inflação nos E.U.A. reduziu-se para níveis baixos em 2015 (de 1,6 para 0,1 por cento, em média anual). Excluindo as componentes mais voláteis do índice de preços, designadamente os bens alimentares e energéticos, a inflação manteve-se inalterada em 1,8 por cento, em média anual. A política monetária manteve-se acomodatória na maior parte do ano. Em dezembro de 2015 o *Federal Open Market Committee* iniciou o processo de normalização da política monetária, subindo a taxa de juro dos *federal funds*, pela primeira vez em 9 anos, para 0,25-0,5 por cento.

No Japão, o PIB teve uma evolução volátil ao longo de 2015. No conjunto do ano, a atividade cresceu 0,5 por cento, após ter estagnado em 2014, sustentada pelo contributo da procura externa líquida. A taxa de inflação desceu para níveis próximos de zero na segunda metade de

2015, com o desaparecimento do efeito-base relacionado com o aumento de impostos em abril de 2014. Excluindo as componentes alimentar e energética, a taxa de inflação média anual fixou-se em 1,0 por cento. Apesar das medidas implementadas pelo Banco do Japão, a inflação continua abaixo do objetivo.

No Reino Unido, a atividade abrandou em 2015, refletindo em particular o comportamento do investimento. A inflação diminuiu para valores perto de 0 por cento, principalmente devido aos desenvolvimentos nas componentes energética e alimentar e à apreciação da libra. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego desceu para perto de 5 por cento.

O investimento nas economias avançadas manteve-se fraco, refletindo, para além de fatores de natureza estrutural (Caixa “Evolução recente das taxas de juro reais”), alguma incerteza quanto à evolução da atividade económica.

Nas economias de mercado emergentes, o crescimento desacelerou em 2015

Em 2015, a atividade nas economias de mercado emergentes continuou a abrandar. Em

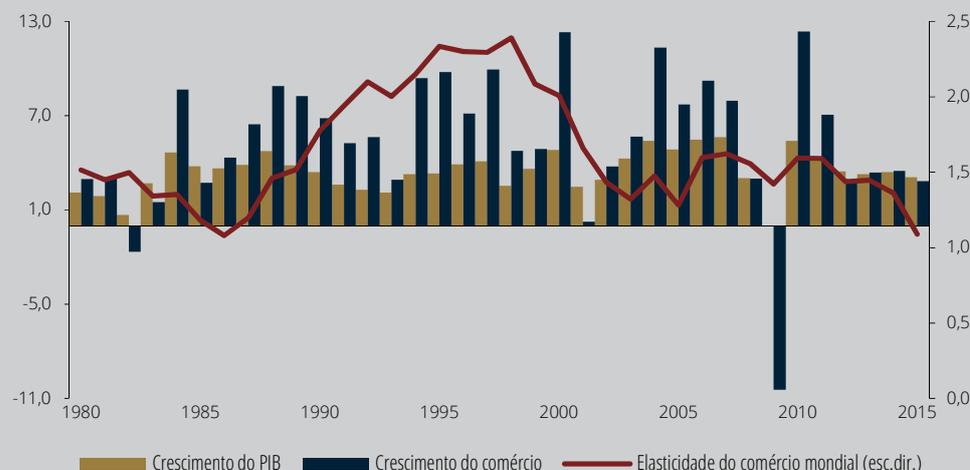


Gráfico 1.2 • Crescimento do PIB mundial e dos volumes de comércio, em percentagem, e elasticidade do comércio mundial

Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal.

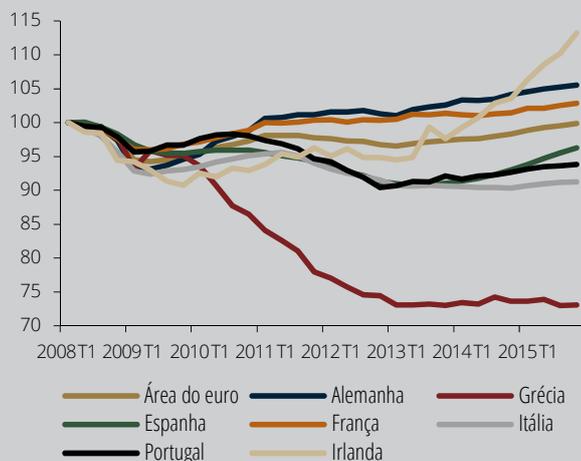
Nota: Elasticidade do comércio mundial é calculada para períodos de 5 anos.

particular, a descida de preços de matérias-primas refletiu-se em abrandamentos significativos das economias exportadoras deste tipo de bens. No caso da Rússia, a contração significativa da atividade em 2015 resultou ainda do agravamento das tensões geopolíticas, bem como das sanções económicas internacionais. No caso do Brasil, a recessão que o país atravessa está associada, para além da descida do preço das matérias-primas e consequente deterioração dos termos de troca, a uma depreciação cambial e a uma elevada taxa de inflação. Na China verificou-se um abrandamento ligeiro da atividade, de forma mais notória no investimento e nas exportações (Caixa “A desaceleração da economia chinesa”). Durante o verão, uma correção abrupta de preços no mercado acionista levantou preocupações sobre a sustentabilidade do crescimento económico e a estabilidade financeira da economia chinesa e de outras economias de mercado emergentes. Com o objetivo de estabilizar o crescimento económico e contrariar a descida da taxa de inflação em 2015, o banco central da China reforçou as medidas acomodatórias de política monetária.

Melhoria na atividade económica da área do euro prosseguiu em 2015

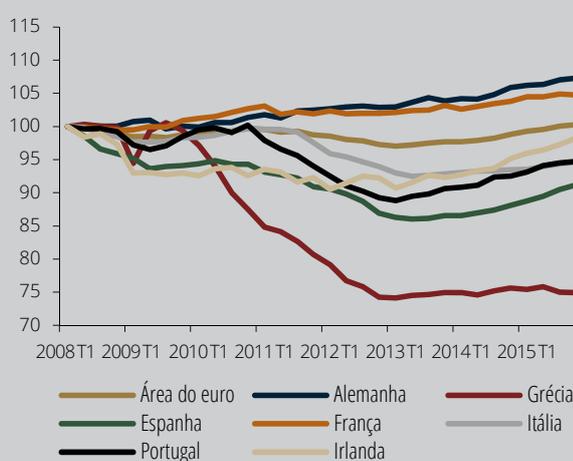
A recuperação da atividade económica na área do euro prolongou-se em 2015 (Gráfico 1.3), refletindo essencialmente a melhoria da procura interna. Em particular, o contributo do consumo privado para o crescimento do PIB em 2015 foi considerável e transversal à maioria das economias (Gráfico 1.4). Das quatro maiores economias da área do euro, a Espanha destacou-se pelo ritmo forte de crescimento. As economias francesa e italiana também registaram uma aceleração, enquanto a Alemanha registou uma desaceleração ligeira. Apesar do seu impacto não ser ainda mensurável, importa referir que o ano de 2015 fica igualmente marcado pelo afluxo de refugiados, que afetou significativamente vários países europeus e que poderá vir a ter consequências económicas de relevo². O emprego acelerou na área do euro em 2015 e a taxa de desemprego diminuiu cerca de 1 ponto percentual. Nos últimos dois anos, o aumento do rendimento disponível associado a melhorias no mercado de trabalho e ganhos reais de poder de compra (provenientes dos baixos preços

Gráfico 1.3 • PIB real na área do euro
| Índice 2008 T1 = 100



Fonte: Eurostat.

Gráfico 1.4 • Consumo real na área do euro
| Índice 2008 T1 = 100



Fonte: Eurostat.

dos bens energéticos) tem-se traduzido em níveis de confiança mais elevados dos consumidores e no aumento do consumo privado, nomeadamente de bens duradouros.

Em 2015, tanto a área do euro como o Japão apresentaram uma capacidade líquida de financiamento, enquanto os E.U.A. e o Reino Unido mantiveram uma necessidade líquida de financiamento (Quadro 1.2). O saldo conjunto das balanças corrente e de capital na área do euro teve um aumento notório após 2012, fruto, por um lado, dos ajustamentos das economias anteriormente deficitárias como a Grécia, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal. Por outro lado, economias com elevada notação, como a Alemanha, continuaram a fortalecer os seus saldos positivos. Apesar das disparidades nos saldos dos vários países se terem reduzido nos últimos anos, a manutenção de saldos negativos durante muito tempo por parte do grupo de países com menor notação levou à acumulação de passivos externos significativos, que ainda constituem um fator de vulnerabilidade para os países em causa.

⋮ Inflação manteve-se baixa ⋮ na área do euro, atingindo ⋮ valores negativos em 2015

A inflação na área do euro durante 2015 manteve-se muito baixa, tendo chegado a atingir valores

negativos em vários meses. Em termos anuais, o índice harmonizado de preços no consumidor cresceu 0 por cento em 2015, o que compara com 0,4 por cento em 2014. Assinale-se neste contexto a evolução dos preços dos bens energéticos, que variaram negativamente durante todo o ano e contrariaram os contributos positivos de todas as outras componentes do índice (Gráfico 1.5). Contudo, mesmo a medida de inflação excluindo energéticos e alimentares atingiu mínimos históricos durante a primeira metade de 2015, apesar da significativa depreciação do euro desde o segundo semestre de 2014 e da manutenção das taxas de juro a um nível baixo. Refira-se, neste contexto, a ausência de pressões inflacionistas por via da evolução dos custos unitários de trabalho nos vários países da área do euro, bem como o efeito desfasado da apreciação do euro em 2013 e no início de 2014.

As baixas taxas de inflação em 2015 foram comuns às várias economias, tendo a grande maioria dos países da área do euro registado abrandamentos na evolução dos preços (incluindo a Alemanha, a França e a Itália), com alguns países a apresentar taxas de inflação negativas (dos quais se destaca Espanha). Fora da área do euro, a evolução dos preços nas economias vizinhas foi também mitigada, designadamente na Suíça, na Suécia, na Dinamarca, na Polónia e na República Checa.

Quadro 1.2 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB

	2004-2007	2008-2011	2012-2015	2015
EUA	-5,3	-3,4	-2,7	-3,3
Japão	3,9	2,9	1,2	2,7
Área do euro	0,6	0,3	2,9	3,9
Alemanha	5,4	5,8	7,6	8,8
França	-0,4	-1,7	-2,3	-1,1
Itália	-1,0	-2,8	1,3	2,4
Espanha	-7,3	-4,7	1,5	2,0
Países com alta notação	3,5	2,9	3,8	4,8
Países com menor notação	-4,3	-4,3	1,3	2,2
Reino Unido	-2,0	-2,8	-4,5	-5,1

Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

Nota: O grupo de países com alta notação inclui Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e os Países baixos. O grupo de países com menor notação inclui Chipre, Espanha, Irlanda, Itália, Grécia e Portugal.

A procura externa dirigida a Portugal abrandou ligeiramente, mas continuou a recuperar

A procura externa dirigida à economia portuguesa continuou a evoluir positivamente em 2015, com este agregado a crescer 4,3 por cento, ligeiramente abaixo do ano anterior (Quadro 1.3)³. Esta

evolução foi, contudo, diferenciada por área geográfica, tendo a procura dos países extra-área do euro crescido significativamente menos, enquanto a procura externa proveniente de países da área do euro acelerou. Neste âmbito, destaca-se o crescimento de 7,5 por cento das importações da economia espanhola em 2015. Em termos intra-anuais, verificou-se um abrandamento da procura externa na segunda metade do ano.

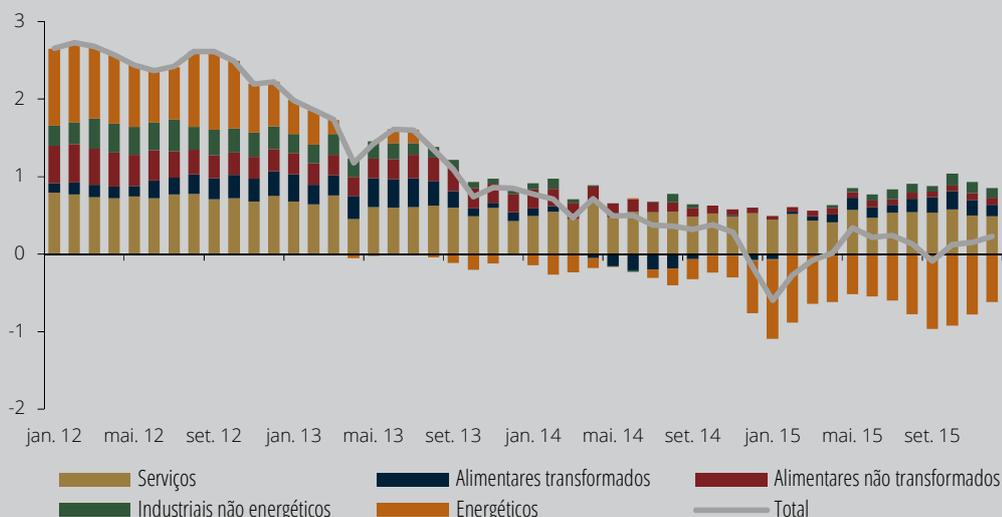
Quadro 1.3 • Procura externa de bens e serviços | Taxa de variação homóloga real, em percentagem

	Pesos ^(b)	t.v.h.							
		2012	2013	2014	2015	S1 2014	S2 2014	S1 2015	S2 2015
Procura externa (BCE)^(a)	100,0	-0,2	1,8	4,5	4,3	4,3	4,7	4,6	3,9
Procura externa intra-área do euro	66,3	-2,6	0,9	4,9	6,3	4,6	5,2	6,4	6,3
da qual:									
Espanha	27,1	-6,2	-0,3	6,4	7,5	5,7	7,1	7,5	7,5
Alemanha	13,7	0,1	3,2	3,7	5,4	4,1	3,3	5,6	5,3
França	12,5	0,8	1,8	3,9	6,7	3,5	4,4	6,3	7,1
Itália	3,9	-8,3	-2,2	3,0	5,8	2,8	3,2	6,4	5,2
Procura externa extra-área do euro	33,7	4,5	3,5	3,9	1,1	3,9	3,8	1,9	0,2
da qual:									
Reino Unido	5,6	2,9	2,8	2,4	6,3	2,1	2,7	6,9	5,7
Estados Unidos	3,5	2,2	1,1	3,8	4,9	3,4	4,2	5,6	4,2
Por memória:									
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		2,8	3,4	3,5	2,8				
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		1,6	2,2	3,0	1,7	2,6	3,5	2,1	2,1

Fontes: Banco Central Europeu, *Netherlands Bureau for Economic Analysis* (CPB), FMI, *Thomson Reuters* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (a) Calculada como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país / região é ponderada de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal. (b) Pesos referentes ao ano de 2011.

Gráfico 1.5 • Taxa de variação homóloga do índice harmonizado de preços no consumidor na área do euro | Em percentagem



Caixa 1.1 | Evolução do preço das matérias-primas

Após um período relativamente longo de subida sustentada dos preços das matérias-primas durante os anos 2000 – interrompido temporariamente com uma forte correção durante a recessão de 2009 – iniciou-se, em 2011, uma diminuição continuada do preço dos metais, seguida, em 2014, por uma descida relativamente mais abrupta do preço do petróleo (Gráfico 1). No final de 2015, a redução acumulada do preço em dólares do petróleo ascendia a cerca de 65 por cento (56 por cento em euros) e a dos metais ascendia a 59 por cento (49 por cento em euros). Em comparação com outros episódios de diminuição de preços dos últimos 35 anos, estas quedas têm sido muito significativas.

Esta caixa apresenta uma descrição da evolução dos preços dos metais e do petróleo nos últimos anos e procura caracterizar os seus determinantes, baseando-se na análise dos padrões de produção e consumo e noutros fatores com impacto potencial nestes mercados.

A trajetória descendente do preço dos metais observada desde 2011 terá refletido em grande parte um abrandamento da procura por parte da China⁴ (Gráfico 2), cujo peso no consumo mundial de metais aumentara de 3 por cento em 2000 para 47 por cento em 2010. De facto, de acordo com o FMI⁵, grande parte da redução continuada do preço dos metais é explicada pelo abrandamento da produção industrial da China, o qual refletiu *inter alia* o processo de transição para um crescimento mais assente no consumo privado e nos serviços, em detrimento do investimento e do sector industrial e exportador (Caixa “A desaceleração da economia chinesa”). Do lado da oferta, o aumento continuado da produção terá também contribuído para a descida sustentada do preço. Fatores como a desvalorização das moedas dos produtores, a redução dos custos de produção e a descoberta de novos depósitos minerais terão permitido a manutenção de níveis elevados de produção, apesar da redução do preço.

Gráfico 1 • Preços do petróleo e dos metais em termos reais
| Dólares, índice 2010=100



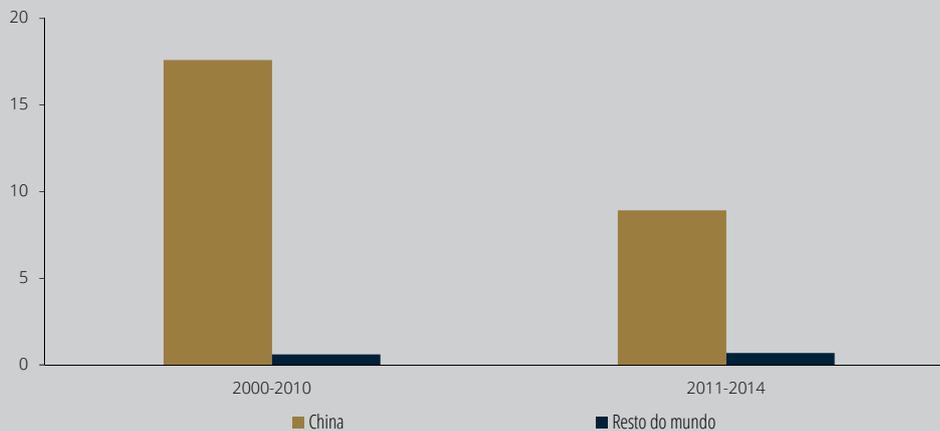
Fontes: Bureau of Labour Statistics, FMI, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: As séries foram deflacionadas utilizando o índice de preços no consumidor dos Estados Unidos.

Em contraste, o preço do petróleo manteve-se relativamente estável entre 2011 e meados de 2014, fluando em torno dos 110 dólares por barril, num contexto de equilíbrio entre a procura e a oferta (Gráfico 3). Em particular, do lado da oferta, o aumento significativo da produção nos países não pertencentes à OPEP (nomeadamente nos Estados Unidos) terá sido em parte compensado pelos controlos de produção por parte da OPEP e pelas quebras de oferta no Médio Oriente e no Norte de África (Gráfico 4).

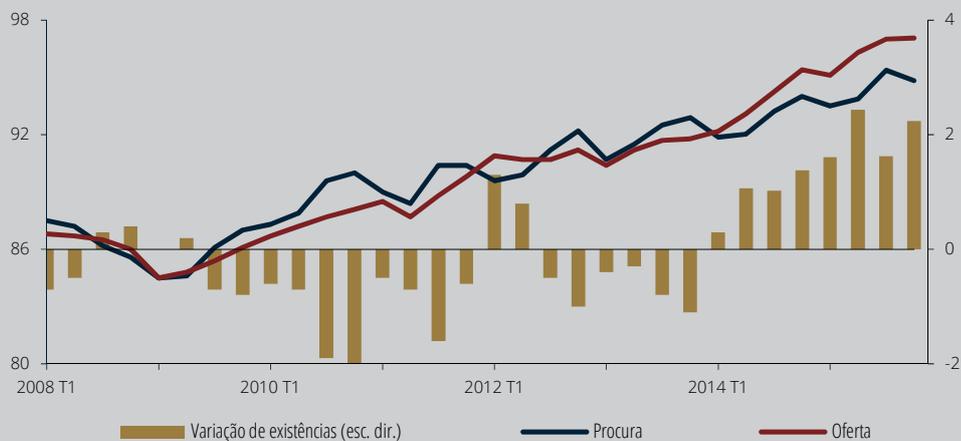
No segundo semestre de 2014, iniciou-se uma queda rápida do preço do petróleo, num contexto de expectativas mais otimistas quanto à evolução da oferta, de aumento continuado da produção nos países não pertencentes à OPEP e de sinais de abrandamento da atividade nas economias emergentes. Apesar desta descida significativa do preço, a OPEP, no final de 2014, decidiu

Gráfico 2 • Consumo de metais | Crescimento médio anual, percentagem



Fontes: Banco Mundial e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 3 • Procura e oferta mundial de petróleo | Milhões de barris por dia

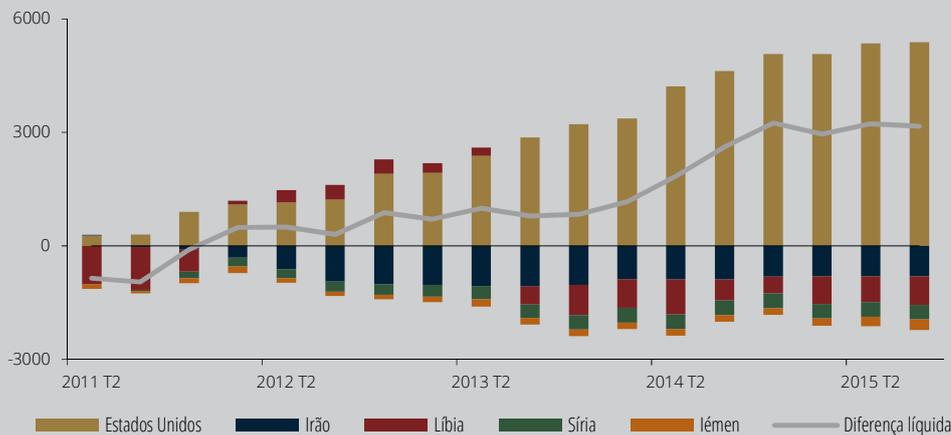


Fonte: *International Energy Agency*.

manter a sua produção inalterada. Esta decisão refletiu uma alteração de estratégia, com vista à manutenção da quota de mercado, atendendo ao aumento da oferta nos países não pertencentes à organização. Em particular, nos Estados Unidos, a produção acelerou substancialmente a partir de 2012, fundamentalmente devido aos novos projetos de exploração de petróleo de xisto (Gráfico 5). Este aumento de produção conduziu a uma redução significativa da dependência energética do país relativamente ao exterior, com as importações líquidas de petróleo e outros produtos petrolíferos a representar 24 por cento do consumo em 2015, o que compara com mais de 60 por cento em 2005.

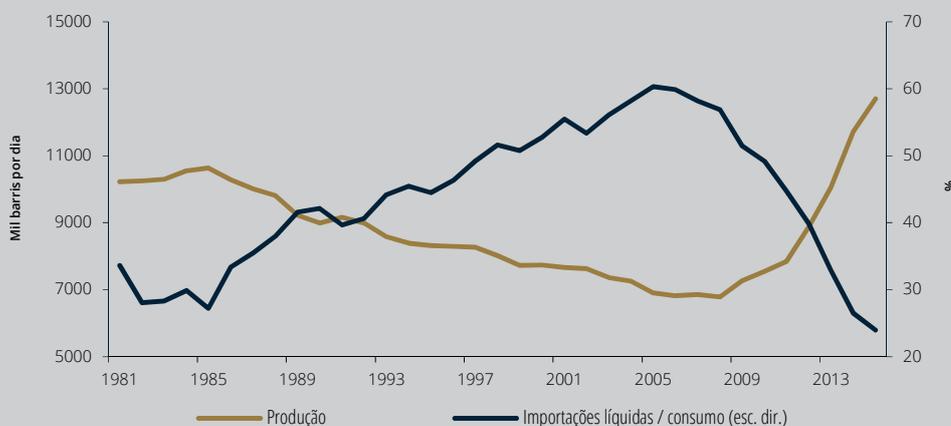
Em 2015, o preço do petróleo continuou a cair, num quadro de excesso de oferta persistente (Gráfico 3), com diversos fatores a determinarem esta evolução. Em primeiro lugar, a produção

Gráfico 4 • Produção de petróleo em países selecionados
– diferença face a 2011 T1 | Milhares de barris por dia



Fontes: *US Energy Information Administration* e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5 • Produção e rácio entre as importações líquidas e o consumo de petróleo e outros produtos petrolíferos nos Estados Unidos



Fontes: *US Energy Information Administration* e cálculos do Banco de Portugal.

nos Estados Unidos revelou-se mais robusta à descida do preço do que o antecipado, refletindo reduções de custos e ganhos de eficiência. Em segundo lugar, a OPEP prosseguiu a estratégia de manutenção da sua quota de mercado, o que levou ao aumento da oferta para máximos dos últimos três anos. Em terceiro lugar, criaram-se expectativas de um aumento significativo das exportações de petróleo por parte do Irão, associadas ao levantamento das sanções económicas anteriormente impostas a este país, na sequência do acordo sobre o programa nuclear. Por fim, aumentaram as preocupações com o enfraquecimento da economia mundial, em particular na China⁶ e noutras economias emergentes.

A trajetória descendente do preço do petróleo foi interrompida em fevereiro de 2016, na sequência da decisão dos governos da Arábia Saudita, Rússia, Venezuela e Qatar de manter a produção aos níveis de janeiro de 2016, por forma a estabilizar o mercado. No entanto, a cerca de 46 dólares por barril no final de abril de 2016, o preço mantém-se a níveis muito baixos em comparação com os valores registados no primeiro semestre de 2014. A este nível, o preço é superior aos custos operacionais por barril⁷ em países em que estes são relativamente mais elevados como o Reino Unido e o Brasil (Gráfico 6).

A queda do preço das matérias-primas, designadamente do petróleo, tem *ceteris paribus* um impacto positivo sobre o crescimento económico em Portugal, nomeadamente através da redução dos custos de produção e transporte e da sua transmissão aos preços no consumidor⁸. Além disso, gera um efeito de termos de troca benéfico do ponto de vista da balança de pagamentos. No entanto, o impacto sobre as economias dos países produtores com os quais Portugal tem relações comerciais importantes, nomeadamente Angola e Brasil, tem repercussões negativas na evolução das exportações portuguesas (Caixa “Exposição da economia portuguesa a Angola”).

Gráfico 6 • Custo operacional da produção de petróleo em países selecionados
| Dólares por barril



Fonte: FMI.

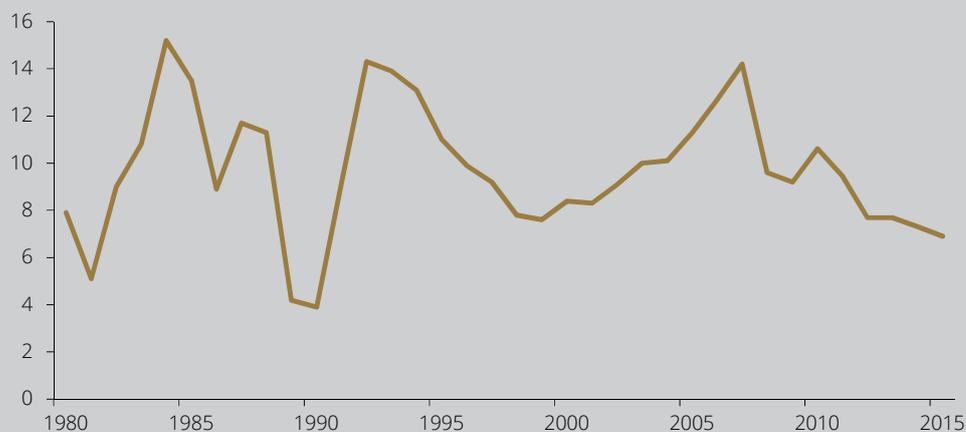
Caixa 1.2 | A desaceleração da economia chinesa

A desaceleração da economia chinesa continuou em 2015, num contexto de significativa volatilidade nos mercados acionistas, de significativos movimentos de saída de capitais e de pressões sobre a taxa de câmbio do renminbi. Estes desenvolvimentos têm implicações importantes para a economia global, tendo em conta a preponderância que a China ganhou na economia mundial nas últimas três décadas, contribuindo significativamente para o crescimento económico e para os fluxos de comércio globais⁹. Nos anos mais recentes, a desaceleração da economia chinesa teve também um efeito particularmente negativo nalgumas economias emergentes, tendo em conta que contribuiu de forma muito significativa para a queda acentuada verificada nos preços das matérias-primas (Caixa “Evolução do preço das matérias-primas”).

A economia chinesa cresceu a um ritmo muito significativo – cerca de 10 por cento ao ano – desde o início das reformas económicas no início da década de 1980 até 2011 (Gráfico 1). Apesar de ter desacelerado na Grande Recessão, um plano de estímulo orçamental significativo (que ascendia a cerca de 12 por cento do PIB) e a política monetária expansionista em 2008-2010 ajudaram a sustentar o crescimento económico nesse período. Numa análise dos fatores de crescimento, pode-se constatar que o crescimento das últimas décadas assentou essencialmente na acumulação de capital e, em menor grau, no crescimento da produtividade total de fatores (Gráfico 2). Esta última está fortemente associada com a reafecção de trabalhadores entre setores económicos e das áreas rurais para as áreas urbanas, com o processo de abertura ao exterior e outras reformas económicas, incluindo o desenvolvimento do sistema financeiro.

Nos anos mais recentes, o ritmo de crescimento do PIB na China situou-se entre 7 e 8 por cento no período de 2012 a 2014 e diminuiu para 6,9 por cento em 2015. A desaceleração tem sido gradual e reflete fatores cíclicos, como a diminuição da procura mundial ou a redução do contributo dado pelas políticas macroeconómicas, mas também fatores estruturais, nomeadamente a transformação do modelo de crescimento económico que tem sido largamente baseado na expansão da capacidade produtiva e exportadora. As autoridades chinesas lançaram no final de 2013 um conjunto de reformas económicas com o objetivo rebalancear a estrutura económica, de forma a torná-la menos dirigida e dependente do investimento, essencialmente público, e do sector industrial e exportador, e evoluir para uma economia mais assente no consumo privado e na procura interna, em que

Gráfico 1 • Crescimento do PIB real | Em percentagem



Fonte: FMI (WEO abril 2016).

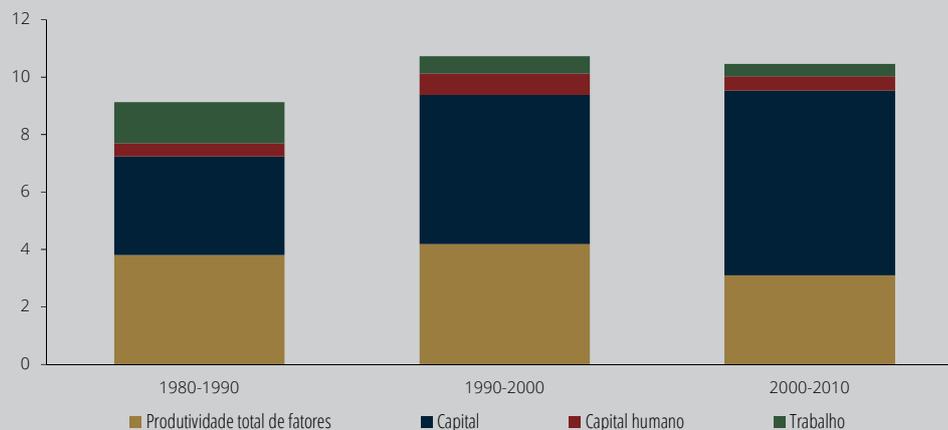
a afetação de recursos seja crescentemente determinada nos mercados¹⁰. Este rebalanceamento, apesar de poder suscitar um abrandamento do crescimento económico no curto e médio prazo, apresenta-se como crucial para reduzir alguns dos desequilíbrios existentes na economia chinesa e sustentar o crescimento num prazo mais longo.

A economia chinesa encontra-se, assim, num processo de transição económica que tem gerado alguma incerteza sobre a sustentabilidade do crescimento económico. A incerteza reflete as dúvidas que existem quer sobre a possibilidade do processo de ajustamento ocorrer sem sobressaltos significativos (comumente designada na literatura de língua inglesa por *soft-landing*, que se opõe à possibilidade de um *hard-landing*), quer sobre as perspetivas quanto ao respetivo crescimento potencial.

O padrão de crescimento da economia chinesa, em particular depois da crise financeira global, foi significativamente apoiado no investimento e no crédito. Em 2014, o peso do investimento no PIB ascendia a cerca de 44 por cento (mais 5 p.p. do que em 2008), o que está consideravelmente acima dos máximos registados noutras economias ao longo do processo de crescimento económico¹¹. Esta evolução é principalmente explicada pelo investimento em construção de infraestruturas, no setor imobiliário (em particular, o residencial), e ainda pelo investimento em determinados setores industriais, como o aço e o cimento. Tal aumento do investimento ocorreu em paralelo com uma expansão muito significativa do crédito às empresas e aos governos locais. Pese embora a desaceleração verificada nos anos mais recentes, o crédito tem continuado a crescer a um ritmo superior ao do PIB e os níveis de endividamento aumentaram consideravelmente¹². A possibilidade de muitos investimentos não terem seguido critérios estritos de eficiência económica, dada a evidência de excesso de capacidade em certos setores, tem levantado receios acrescidos sobre a estabilidade económica e financeira na China e a possibilidade de uma desaceleração económica mais acentuada.

Segundo diversos organismos internacionais, o cenário mais provável aponta para uma redução gradual do crescimento da economia chinesa. No caso do FMI, as previsões apontam para um crescimento anual ligeiramente acima de 6 por cento entre 2015 e 2020. O contributo do fator trabalho

Gráfico 2 • Contributo dos fatores para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais



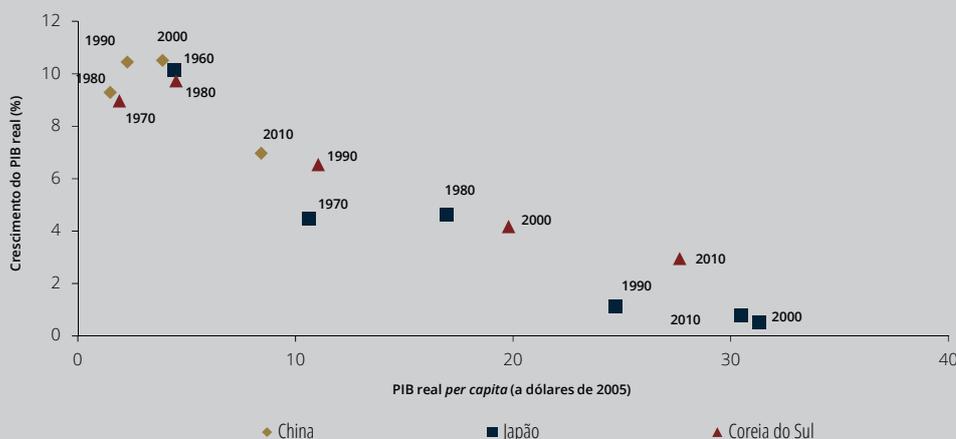
Fontes: *Penn World Tables (version 8.1)* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (a) O cálculo dos contributos baseia-se numa função de produção *Cobb-Douglas*, com elasticidade do produto ao capital de 0,5. Os dados para os vários fatores de produção foram retirados dos *Penn World Tables, version 8.1* (Feenstra, Robert C., Robert Inklaar, e Marcel P. Timmer. 2015. "The Next Generation of the Penn World Table." *American Economic Review*, 105(10): 3150-82).

deverá manter-se reduzido e possivelmente tornar-se mesmo negativo, refletindo a diminuição esperada da população ativa, em resultado do envelhecimento populacional¹³. A acumulação de capital deverá continuar a dar um contributo significativo para o crescimento do PIB, tendo em conta que o nível de capital *per capita* na China é ainda bastante baixo, mas esse contributo deverá diminuir gradualmente, dada a rentabilidade decrescente deste fator, e em linha com um maior rebalanceamento económico e com as reformas económicas lançadas pelas autoridades chinesas. Por seu turno, o contributo da produtividade total de fatores é particularmente incerto. Por um lado, é de esperar alguma diminuição dos ritmos de crescimento verificados nas últimas décadas, tendo em conta algum esgotamento dos fatores que a impulsionaram fortemente no passado e a convergência da China para níveis de rendimento mais elevados. Por outro lado, o emprego no setor primário e o emprego em áreas rurais ainda são relativamente elevados (cerca de 30 e 49 por cento do emprego total em 2014), pelo que parece ainda existir margem para aumentos da produtividade por realocação de trabalhadores entre setores. Este aspeto poderá ser reforçado pelas reformas em curso que pretendem também mitigar o custo de migração geográfica (por exemplo, através da reforma do sistema de registo “*hukou*”) e pela elevada mobilidade do investimento estrangeiro que facilmente se poderá deslocar para outras regiões.

Apesar do aumento significativo nas últimas décadas, o nível de rendimento *per capita* na China ainda é apenas cerca de 20 por cento do nível nos EUA. Uma análise comparativa do processo de convergência económica da China e de outras economias asiáticas, como o Japão e a Coreia do Sul, mostra que o cenário de desaceleração gradual implícito nas previsões do FMI coloca a China numa situação próxima do Japão na década de setenta do século passado e, em particular, da Coreia do Sul nos anos noventa (Gráfico 3). Esta comparação sugere também que a economia chinesa poderá manter taxas de crescimento económico relativamente elevadas e superiores à da economia mundial por mais alguns anos, embora o processo de transição que tem vindo a ocorrer, e que depende substancialmente do sucesso na implementação das reformas económicas anunciadas, envolva riscos não despreciandos.

Gráfico 3 • Convergência no processo de crescimento económico



Fontes: FMI (*WEO* abril 2016) e *Penn World Tables* (version 8.1).

Notas: (a) O PIB real *per capita* diz respeito ao ano indicado, de acordo com o *Penn World Tables* (base de *output*). (b) O crescimento do PIB real diz respeito ao crescimento médio na década que se inicia no ano indicado. (c) A década de 2010 inclui as projeções do FMI (base de dados do *WEO*) até 2020.

2. Condições monetárias e financeiras

2.1. Área do euro

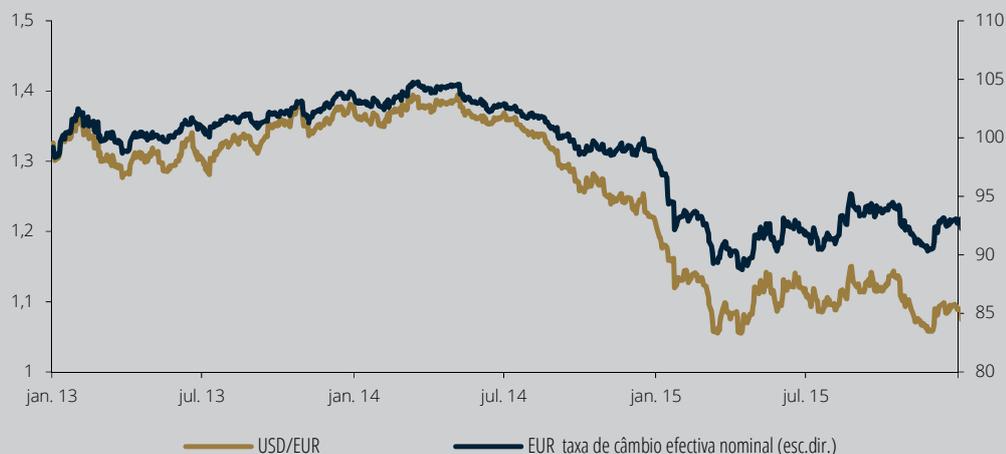
O BCE reforçou as medidas não convencionais de política monetária

O ano de 2015 ficou marcado pela implementação de novas medidas não convencionais de política monetária por parte do BCE. Numa primeira fase, em janeiro, foi anunciado um programa alargado de compra de ativos a prolongar-se, pelo menos, até setembro de 2016, totalizando mensalmente 60 mil milhões de euros. Este programa visou fundamentalmente assegurar o cumprimento do objetivo de estabilidade de preços do BCE. Na segunda metade do ano, as pressões descendentes sobre a inflação observada e a preponderância de riscos no sentido de baixa relativamente à previsão de inflação levaram o BCE a ponderar a necessidade de medidas adicionais. Assim, em dezembro, o Conselho do BCE anunciou o prolongamento do programa alargado de compra de ativos até março de 2017, bem como uma descida da taxa de juro de depósitos junto do banco central em 10 pontos base, para -0,30 por cento

(Caixa “Reação dos mercados ao Programa de Compra de Ativos em janeiro e às medidas anunciadas pelo Banco Central Europeu em dezembro de 2015”).

A depreciação do euro, iniciada em 2014, continuou durante o primeiro trimestre do ano (Gráfico 2.1). No seguimento da implementação do programa alargado de compra de ativos, as taxas de rendibilidade da dívida pública a dez anos na área do euro atingiram um mínimo histórico na primavera (Gráfico 2.2). Nos meses subsequentes, porém, num contexto de melhorias nas perspetivas de crescimento e de habituação dos mercados ao plano de compras de dívida pública do BCE, as taxas de rendibilidade da dívida pública a dez anos voltaram a subir, atingindo os níveis mais altos do ano. Ao mesmo tempo, o aumento da aversão ao risco e da incerteza associada à economia chinesa e outras economias de mercado emergentes terão contribuído para a apreciação do euro. No final do ano, a antecipação de um anúncio de mais medidas por parte do BCE, terá levado a uma depreciação da taxa de câmbio do euro. Tal antecipação é ainda visível na descida das taxas de rendibilidade de dívida pública.

Gráfico 2.1 •
Taxas de câmbio do euro



Fonte: Banco Central Europeu.

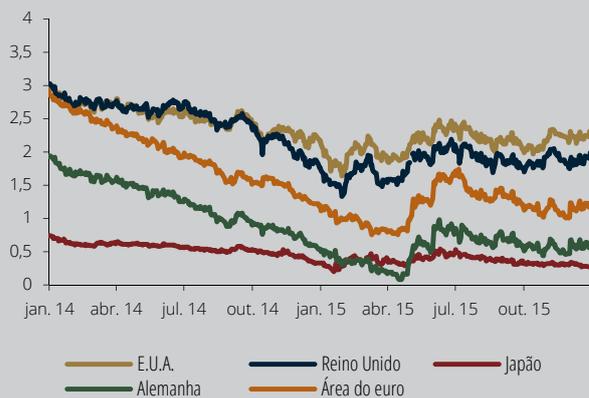
Os diferenciais de taxa de rendibilidade de dívida pública a dez anos face à Alemanha mantiveram-se relativamente estáveis durante 2015, com a exceção da dívida grega, cuja taxa de juro refletiu a instabilidade relacionada com a negociação do terceiro programa de resgate durante o verão (Gráfico 2.3).

A trajetória decrescente das expectativas de inflação implícitas nos instrumentos de mercado inverteu em 2015 com o anúncio do programa alargado de compra de ativos. Contudo, a recuperação das expectativas de inflação esgotou-se

no decurso do ano. No final de 2015, a referida antecipação de medidas adicionais de política monetária terá conduzido a uma nova subida das expectativas de inflação, que se revelou temporária (Gráfico 2.4 e Caixa “Reação dos mercados ao Programa de Compra de Ativos em janeiro e às medidas anunciadas pelo Banco Central Europeu em dezembro de 2015”).

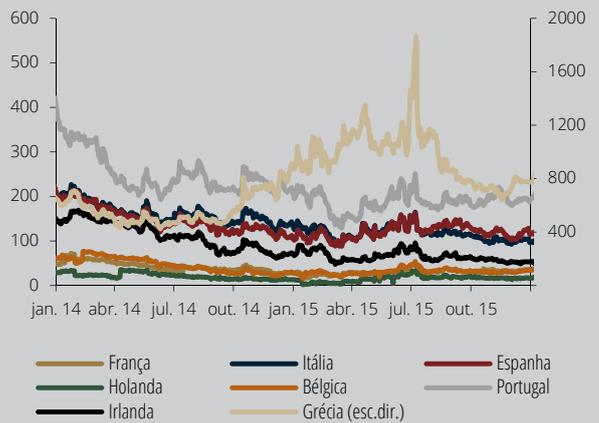
Ao longo dos últimos dois anos, a curva de rendimentos sofreu uma translação para baixo (Gráfico 2.5), que poderá ser atribuída ao programa de compras de ativos bem como à orientação de

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



Fonte: Thomson Reuters.

Gráfico 2.3 • Taxas de rendibilidade de dívida pública a 10 anos (diferenciais face à Alemanha) | Em pontos base



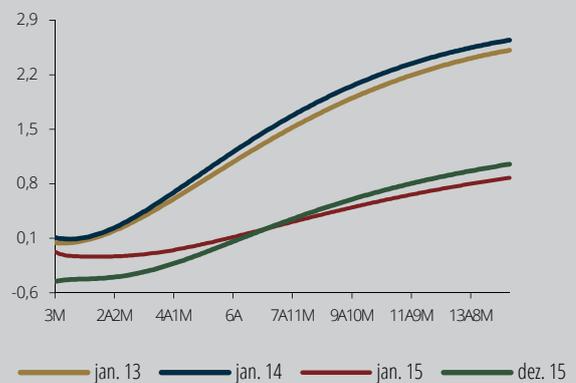
Fontes: Banco Central Europeu e Bloomberg.

Gráfico 2.4 • Taxas de inflação esperadas calculadas a partir de swaps de inflação (área do euro) | Em percentagem



Fontes: Bloomberg e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 2.5 • Curva de rendimentos na área do euro | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu.

manter as taxas de juro de referência em níveis muito baixos durante um período alargado de tempo. No entanto, a taxa de juro real, apesar de se encontrar atualmente também em níveis baixos, tem-se mantido relativamente estável (Gráfico 2.6), refletindo a descida simultânea das expectativas de inflação, o que tenderá a contrariar o efeito desejado das medidas de política monetária que têm vindo a ser implementadas. O comportamento da taxa de juro real também estará a refletir fatores não monetários, designadamente tendências de longo-prazo de redução do investimento e aumento da poupança (Caixa “Evolução recente das taxas de juro reais”).

A implementação do programa de compra de ativos por parte do BCE tem tido impacto também ao nível do saldo das relações creditícias entre cada um dos bancos centrais da área do euro e o agregado do Eurosistema (saldos TARGET). Assim, após dois anos de diminuição em relação aos máximos atingidos durante a crise das dívidas soberanas, os saldos TARGET aumentaram

novamente em 2015. O crescimento dos saldos TARGET contrasta com a evolução do total de financiamento do sistema bancário via operações de política monetária, o qual após dois anos de diminuição manteve-se estável ao longo de 2015. A manutenção de uma elevada posição credora pelos bancos centrais da Alemanha, Luxemburgo e Holanda, em contraste com a posição devedora dos bancos centrais de Itália, Espanha, Grécia e Portugal, entre outros, sinaliza a persistência de fragmentação no funcionamento dos mercados monetários da área do euro (Gráfico 2.7).

As condições no mercado de crédito continuaram a melhorar

As respostas ao inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito indicam que a liquidez obtida através do programa de compra alargada de ativos e das operações de prazo alargado direcionadas foi utilizada para concessão de empréstimos

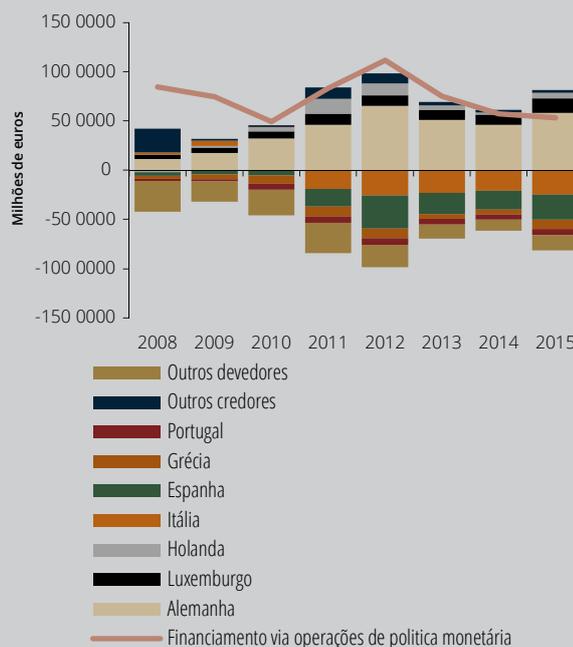
Gráfico 2.6 • Taxas de juro reais na área de euro
| Em percentagem



Fontes: Bloomberg e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Obrigações francesas indexadas ao IHPC da área do euro (excl. preços do tabaco).

Gráfico 2.7 • Saldos no sistema TARGET e financiamento via operações de política monetária



Fonte: Banco Central Europeu.

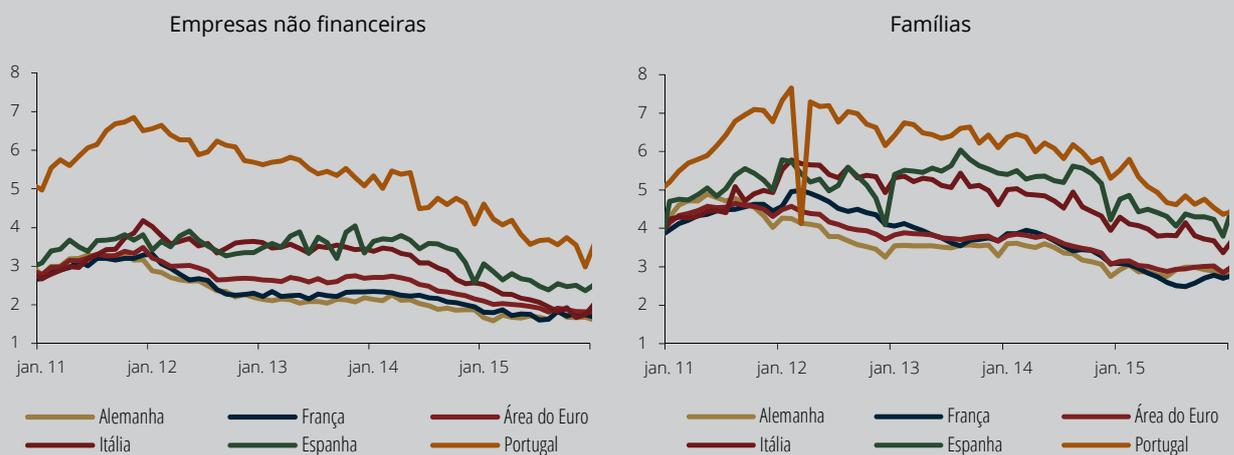
e substituição de fontes de financiamento. As medidas implementadas pelo BCE durante o ano baixaram os custos de financiamento dos bancos, o que tornou a concessão de crédito menos restritiva (tanto nos critérios de concessão, como nas condições acordadas).

No que respeita o custo de crédito para o sector privado, assistiu-se ao longo do ano a uma diminuição na generalidade dos países da área do euro, tendo também o diferencial entre países estreitado, principalmente no caso de empréstimos a empresas não financeiras (Gráfico 2.8).

O crescimento do crédito tem vindo a recuperar gradualmente

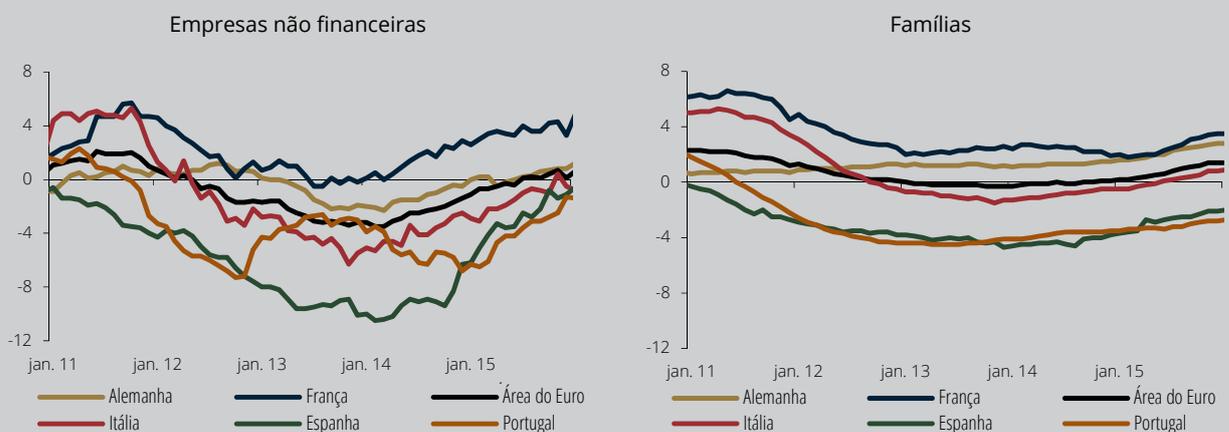
O crescimento da concessão de novos créditos a empresas e famílias melhorou em 2015, mas manteve-se negativo em algumas economias da área do euro (Gráfico 2.9)¹⁴. Esta evolução deve-se à descida das taxas de juro praticadas nos empréstimos, suportada pela redução dos custos de financiamento dos bancos relacionada com as medidas de política monetária não convencional

Gráfico 2.8 • Taxas de juro de novos empréstimos na área do euro | Em percentagem



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

Gráfico 2.9 • Área do euro – Empréstimos ajustados de vendas e securitizações, taxa de variação anual | Em percentagem



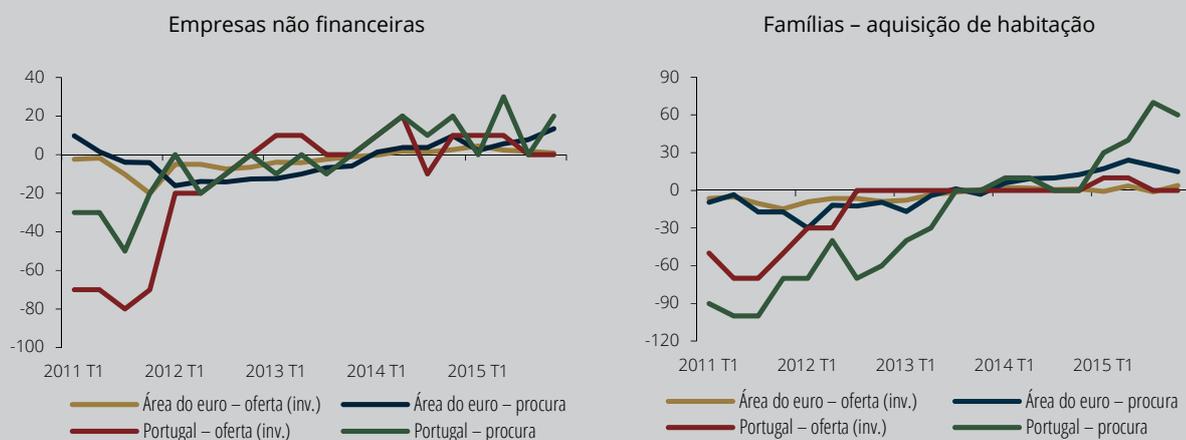
Fontes: Banco Central Europeu e cálculos do Banco de Portugal.

do BCE. Apesar desta recuperação em 2015, o crédito continua a crescer a um ritmo fraco.

De uma forma geral, os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro apontam para um aumento da procura de crédito quer pelas empresas não financeiras,

quer pelas famílias (Gráfico 2.10), motivado pelos baixos níveis de taxa de juro, maiores necessidades de financiamento, melhoria da confiança dos consumidores e das perspetivas relativas ao mercado imobiliário e aumento do consumo de bens duradouros.

Gráfico 2.10 • Resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito | Índice de difusão



Caixa 2.1.1 | Reação dos mercados ao Programa de Compra de Ativos em janeiro e às medidas anunciadas pelo Banco Central Europeu em dezembro de 2015

Em 2015, a Política Monetária do Banco Central Europeu ficou marcada por dois anúncios de novas medidas, um em 22 de janeiro e o outro em 3 de dezembro. Esta caixa pretende comparar as reações dos mercados aos dois anúncios.

Em janeiro de 2015, o Conselho do Banco Central Europeu anunciou o programa alargado de compra de ativos (*Expanded Asset Purchase Programme*). O ritmo mensal de compras deveria totalizar 60 mil milhões de euros por mês e o programa estaria em vigor até setembro de 2016, com possibilidade de extensão, se necessário, com o objetivo de trazer a inflação para perto dos 2 por cento. A implementação destas medidas justificou-se pelo facto de o grau de acomodação monetária atingido não ser suficiente para suprimir o risco de um período prolongado de baixa inflação.

Estas medidas não convencionais deverão surtir efeito através de diferentes canais de transmissão (Tema em destaque do *Boletim Económico* de junho de 2015). Através da compra de ativos em larga escala, o banco central contribui para subir os seus preços e baixar as suas taxas de rendibilidade, levando a uma necessidade de reequilíbrio das carteiras dos investidores. Estas medidas traduzem-se também em melhores condições de financiamento do sector privado não financeiro, designadamente quanto ao refinanciamento dos bancos, promovendo a concessão de empréstimos. Por outro lado, implementando medidas que afetam o balanço do próprio banco central, este fortalece o seu compromisso com o objetivo de inflação. Em dezembro de 2015, o Conselho do Banco Central Europeu reavaliou a sua política monetária e decidiu intensificar as medidas em vigor. Foi anunciada uma descida das taxas de juro de depósito para -0,30 por cento e o programa alargado de compra de ativos foi prolongado por mais seis meses, até março de 2017.

A teoria económica prevê que mercados eficientes deverão ser capazes de antecipar e incorporar os efeitos das medidas do banco central antes destas serem formalmente anunciadas, à medida que a probabilidade de implementação e a sua dimensão esperada são reavaliados. No caso do anúncio de 22 de janeiro de 2015, é visível uma antecipação dos efeitos das medidas implementadas pelo BCE, não tendo havido nenhum ajustamento significativo das variáveis relevantes no dia do anúncio. No mês que antecedeu o anúncio, as taxas de juro das obrigações soberanas a dez anos desceram 12 pontos base, as expectativas de inflação a um ano daqui a um ano subiram 0,13 pontos percentuais, o euro depreciou sensivelmente 5 por cento e os mercados acionistas na área do euro valorizaram 4 por cento. Após o dia do anúncio da implementação do programa de compra de ativos, assistiu-se à continuação do aumento do nível das expectativas de inflação, subida nos mercados acionistas da área do euro, descida das taxas de juro de dívida soberana a 10 anos, bem como depreciação do euro. Todos estes desenvolvimentos representam a evolução esperada em resposta ao anúncio, mas de forma mitigada dado os efeitos de antecipação (Gráfico 1).

No caso do anúncio de dezembro, esta antecipação é mais uma vez visível. As declarações do presidente do Banco Central Europeu, após a reunião do respetivo conselho em outubro, sinalizaram que se iria reavaliar em dezembro o grau de acomodação da política monetária. No mês que precedeu o anúncio de 3 de dezembro de 2015 é possível distinguir uma tendência na evolução das variáveis relevantes compatível com a antecipação de um reforço das medidas. Contudo, imediatamente após o anúncio, parece ter havido uma correção no sentido oposto à evolução que o precedeu. De acordo com uma sondagem da *Thomson Reuters* que antecipou a reunião de dezembro, os agentes do mercado estimavam em 80 por cento a probabilidade (mediana) de serem anunciadas mais medidas na reunião de dezembro. Era também esperado um aumento do ritmo de compras

mensal para 75 mil milhões de euros e um prolongamento do programa até ao primeiro semestre de 2017. Também era antecipada uma descida das taxas de depósito, para valores à volta de -0,3 por cento. Assim, as medidas anunciadas em dezembro foram integralmente previstas pelos mercados, tendo ficando aquém do esperado quanto ao possível aumento do ritmo de compras mensal. Terá sido por esta razão que o ajustamento que antecedeu a reunião foi parcialmente revertido imediatamente após o respetivo anúncio.

Gráfico 1 • Indicadores de mercado

Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos (área do euro) | Em percentagem



Taxas de inflação esperadas calculadas a partir de *swaps* de inflação (área do euro), | Em percentagem



Taxas de câmbio do euro | Em percentagem



Índice acionista



Fontes: Banco Central Europeu, *Bloomberg*, *Thomson Reuters* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: As linhas verticais tracejadas marcam momentos no tempo em que sondagens da *Thomson Reuters* questionavam os inquiridos acerca da probabilidade de implementação de novas medidas. Essas probabilidades, em termos medianos, são apresentadas à esquerda de cada uma das barras verticais.

Caixa 2.1.2 | Evolução recente das taxas de juro reais

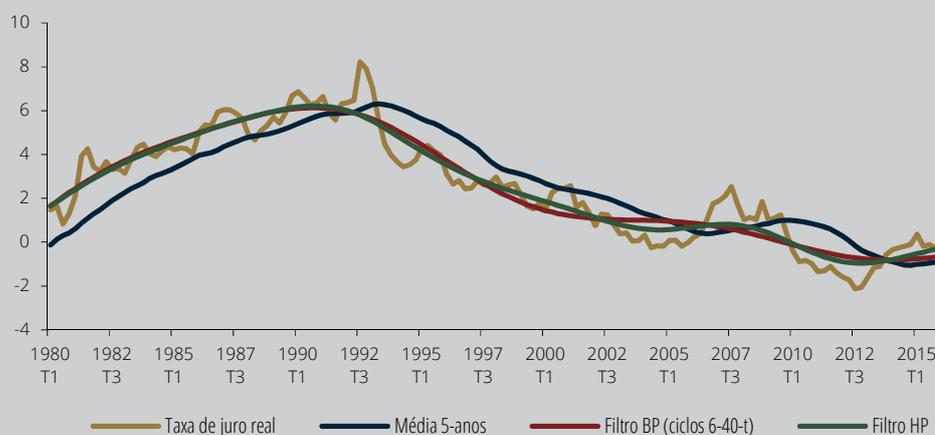
A taxa de juro real de equilíbrio é a taxa que iguala a procura (investimento) e a oferta (poupança) de fundos. Este conceito está intimamente relacionado com o de taxa de juro real natural, isto é, a taxa de juro real compatível com o produto potencial e inflação estável. Embora esta definição tenha em conta uma noção de longo prazo, alterações na oferta e procura agregadas podem induzir alterações no nível de equilíbrio da taxa natural. A política monetária ou outros choques temporários na economia real provocam desvios temporários do nível de equilíbrio desta taxa. Esta caixa foca-se nas determinantes do nível de longo prazo da taxa de juro real natural e dá uma visão geral de alguma evidência recente sobre as mesmas.

Ao contrário das taxas de juro nominais, as taxas de juro reais não são observadas e têm de ser estimadas¹⁵. O gráfico 1, através da utilização de diversos métodos de estimação, mostra a evolução da taxa de juro real de equilíbrio (*taxa de juro real* no gráfico 1) e taxa de juro real natural (restantes estimativas no gráfico 1) na área do euro ao longo das últimas décadas. Todas as medidas mostram um pico na década de 1990, com a taxa natural perto de 6 por cento, seguido de uma descida. Anteriormente à crise financeira, a taxa de juro real natural já se encontrava abaixo de 2 por cento sendo agora negativa, mas perto de 0 por cento. Note-se que existe alguma evidência de que as taxas de juro reais por todo o mundo têm vindo a apresentar um movimento sincronizado, como resultado da globalização e integração financeira das últimas décadas, o que significa que fatores globais deverão ser considerados na descrição dos movimentos da taxa de juro real.

Intuitivamente, a descida da taxa de juro real descrita poderá ter sido o resultado de um choque positivo permanente na poupança, um choque negativo permanente no investimento, ou de uma combinação dos dois. Uma outra causa favorável poderá estar relacionada com alterações nas preferências dos investidores que passaram a privilegiar a detenção de ativos seguros nas suas carteiras de investimento. No que se segue, esta caixa abordará resumidamente o papel que cada um destes fatores poderá ter desempenhado.

A redução no investimento durante as últimas duas décadas do século XX pode ser atribuída principalmente à descida no preço relativo dos bens de investimento. Embora o investimento real tenha aumentado ao longo deste período, os preços diminuíram a um ritmo mais elevado, levando à diminuição do investimento em termos nominais. Esta descida no preço relativo dos bens de

Gráfico 1 • Taxas de juro real e estimativas de longo-prazo na área do euro
| Em pontos percentuais



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

investimento está normalmente associada ao progresso tecnológico e a melhorias na eficiência destes bens. Durante os anos 2000, estas tendências modificaram-se e a diminuição no investimento em termos reais tornou-se o principal responsável pela redução do investimento nominal. Até à crise financeira, tanto os preços como o volume mantiveram-se relativamente constantes, ainda que o investimento em termos reais mostrasse já uma tendência de descida, que se agravou significativamente após a crise. Além disso, outros fatores poderão ter tido um impacto negativo no investimento. Por um lado, as economias avançadas passaram de economias industriais a economias assentes no sector dos serviços financeiros e empresariais que exigem um menor volume de investimento. Por outro lado, o aumento dos esforços de consolidação orçamental por parte dos governos, especialmente desde a crise financeira, contribuíram para a diminuição do investimento público.

No que respeita ao comportamento da poupança, durante algum tempo alterações na demografia proporcionaram um aumento da poupança nas economias avançadas. Em primeiro lugar, o peso do segmento de meia-idade da população aumentou. De acordo com a teoria do ciclo de vida, este é o segmento com maior rendimento e maior propensão à poupança e, como tal, um aumento na sua dimensão implica um aumento no nível de poupança das famílias. Além disso, o contínuo aumento da esperança média de vida levou a que este segmento da população ativa poupasse mais para um período de aposentação mais longo. O aumento da poupança foi ainda reforçado pelo aumento da dispersão salarial nas economias avançadas, uma vez que os mais ricos – e com maior propensão a poupar – viram o seu rendimento crescer. Contudo, mais recentemente, as economias emergentes, dado o seu crescimento sustentado, tornaram-se as principais responsáveis pelo aumento da poupança mundial, em especial a China, que em 2013 representava cerca de metade do total da poupança destas economias. O FMI afirma que a taxa de poupança global entre 2000 e 2007 aumentou em 1,7 pontos percentuais, dos quais 1,5 pontos percentuais são atribuíveis a uma maior poupança nas economias de mercado emergentes, 0,8 pontos percentuais resultam do aumento do peso destas economias no PIB mundial, e -0,6 pontos percentuais vêm da redução da poupança nas economias avançadas¹⁶.

Por último, a diminuição da taxa de juro real poderá também ser explicada pela preferência por ativos seguros na composição dos portfólios dos investidores. Anteriormente à explosão da bolha *dot com* em 2000-01, a rendibilidade das obrigações e do capital próprio mostrava uma tendência de descida. Posteriormente, o aumento acentuado do prémio de risco do capital tornou as obrigações relativamente mais atraentes. Com a crise financeira, o risco relativo das obrigações e das ações alterou-se. As recentes medidas quantitativas de estímulo à economia, tais como os programas de compra de ativos, reduziram os prémios reais sobre as obrigações soberanas de longo prazo, o que, por sua vez, terá levado a um aumento do prémio de risco do capital. Importa ainda mencionar que parte da descida na taxa de juro real é explicada pela intensificação das compras de obrigações de Tesouro dos EUA durante a primeira década dos anos 2000 por instituições oficiais, principalmente por parte da China e de outras economias emergentes.

A crise financeira afetou cada um destes canais, provavelmente reforçando o seu efeito sobre a taxa de juro real. Em primeiro lugar, os rácios de investimento em relação ao PIB diminuíram após a crise devido a maior incerteza e a uma regulamentação financeira mais estrita. Em segundo lugar, a crise incentivou a poupança privada e pública. A poupança no setor privado deveu-se essencialmente a motivos de precaução (incerteza em relação ao rendimento e pensões futuras), às restrições de crédito e ao processo de desalavancagem do sistema financeiro. O aumento da poupança pública foi muito importante nos países em processo de consolidação orçamental. Em terceiro lugar, a crise reforçou a preferência dos investidores por ativos seguros.

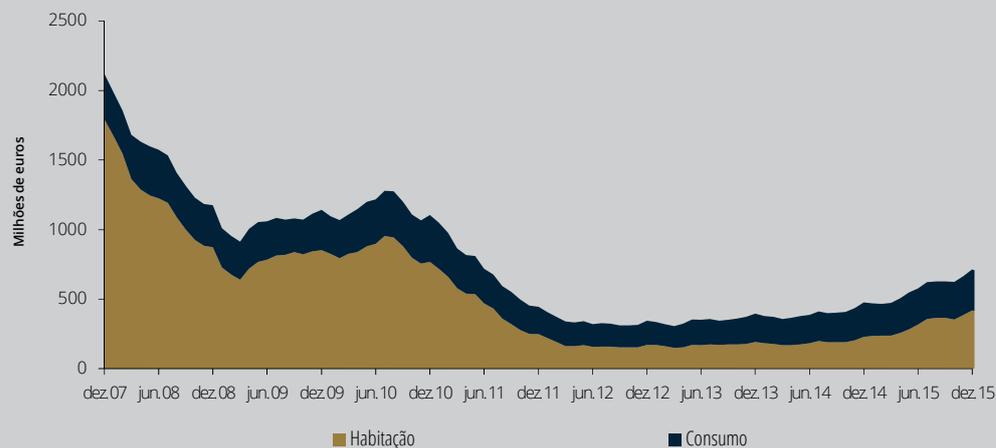
Tendo em conta o acima descrito, a tendência de descida na taxa de juro real teve origem muito antes da recente crise financeira global. Desta forma, embora possamos esperar uma inversão na tendência apresentada pelos canais exacerbados pela crise, muito provavelmente o nível da taxa de juro real natural será menor no futuro do que foi em décadas anteriores.

2.2. Portugal

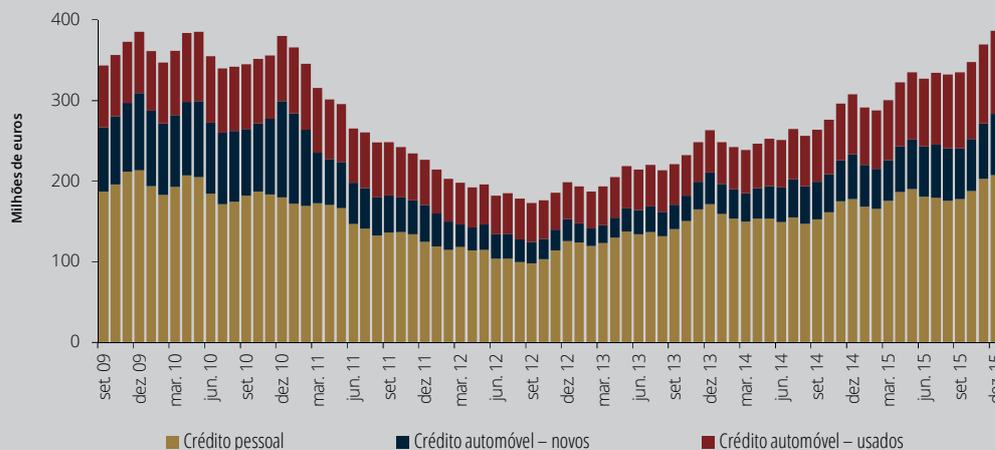
Os novos empréstimos a particulares aumentaram significativamente num contexto de taxas de juro progressivamente mais baixas

Os novos empréstimos bancários a particulares aumentaram de forma significativa ao longo de 2015 (Gráfico 2.11). A contribuir para este aumento estiveram sobretudo os empréstimos para aquisição de habitação, ainda que

os empréstimos ao consumo também tenham registado um forte aumento, o qual está relacionado com o crédito automóvel (Gráfico 2.12). De acordo com os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, o aumento dos empréstimos bancários estará relacionado sobretudo com o crescimento da procura, em especial no segmento de empréstimos para aquisição de habitação, uma vez que do lado da oferta os bancos indicaram que tornaram os critérios de concessão de crédito apenas ligeiramente menos restritivos¹⁷. A contribuir para o crescimento da procura deverá ter estado não



Fonte: Banco de Portugal.



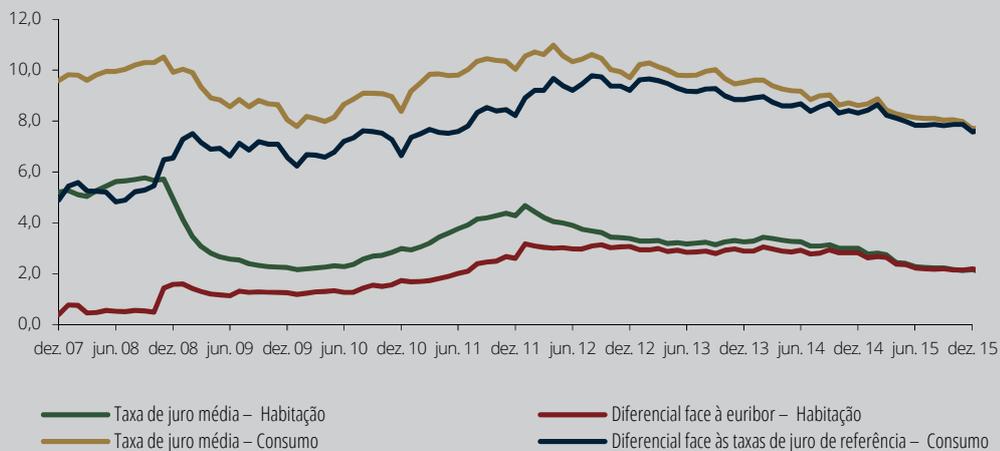
Fonte: Banco de Portugal.

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

só o aumento da confiança dos consumidores e perspectivas mais otimistas quanto à evolução do rendimento permanente, mas também a diminuição das taxas de juro praticadas pelos bancos tanto nos empréstimos para aquisição de habitação como para consumo (Gráfico 2.13). Neste último caso e ao contrário do observado

em 2014, note-se que a diminuição das taxas de juro praticadas ficou a dever-se sobretudo a uma diminuição dos *spreads* e não à redução das taxas de juro de referência. A diminuição dos *spreads* contribuiu para uma aproximação às taxas de juro praticadas noutros países com mercados comparáveis.

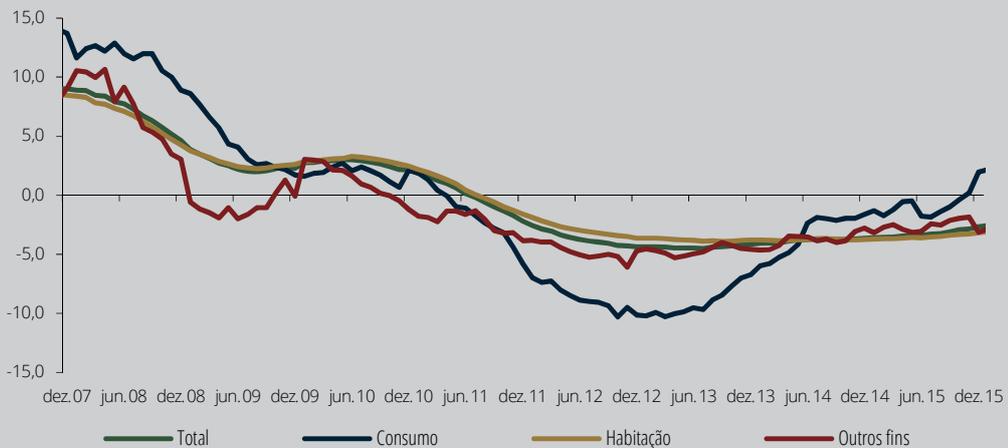
Gráfico 2.13 •
Taxas de juro de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares
| Em percentagem e em pontos percentuais



Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

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

Gráfico 2.14 •
Empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Dados ajustados de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

O aumento dos novos empréstimos a particulares tem sido compatível com o processo de desalavancagem em curso

Em relação aos fortes aumentos observados nos novos empréstimos a particulares, note-se que, nos empréstimos para aquisição de habitação, o volume mensal de novos empréstimos permanece muito distante do observado no período pré-crise, enquanto no caso dos novos empréstimos para consumo os valores observados em 2015 encontram-se já bastante próximos desses níveis do passado. De qualquer forma, dado o maior peso dos empréstimos para aquisição de habitação e o elevado volume de amortizações, a taxa de variação anual do *stock* de empréstimos bancários a particulares permanece negativa (Gráfico 2.14). Os particulares continuam assim a reduzir a sua dívida, a qual passou de 92 para 77 por cento do PIB entre 2009 e 2015, situando-se no entanto ainda bastante acima da média para a área do euro (Gráfico 2.15).

Os novos empréstimos bancários a empresas com prazo superior a 1 ano aumentaram gradualmente ao longo de 2015 contribuindo para que a taxa de variação anual se tornasse progressivamente menos negativa

Os novos empréstimos bancários a empresas não financeiras com prazo superior a 1 ano aumentaram de forma gradual ao longo de 2015 (Gráfico 2.16). Este crescimento contrasta com a relativa estabilidade observada desde o início da série em Junho de 2012. Em sentido contrário, os empréstimos com prazo inferior a 1 ano diminuíram de forma muito significativa. No entanto, esta diminuição resulta em grande medida do comportamento de duas empresas públicas do setor dos transportes. Analisando o *stock* de empréstimos bancários, observa-se que a taxa de variação anual tornou-se progressivamente menos negativa ao longo de 2015 (Gráfico 2.17). De forma semelhante, a taxa de variação trimestral anualizada registou

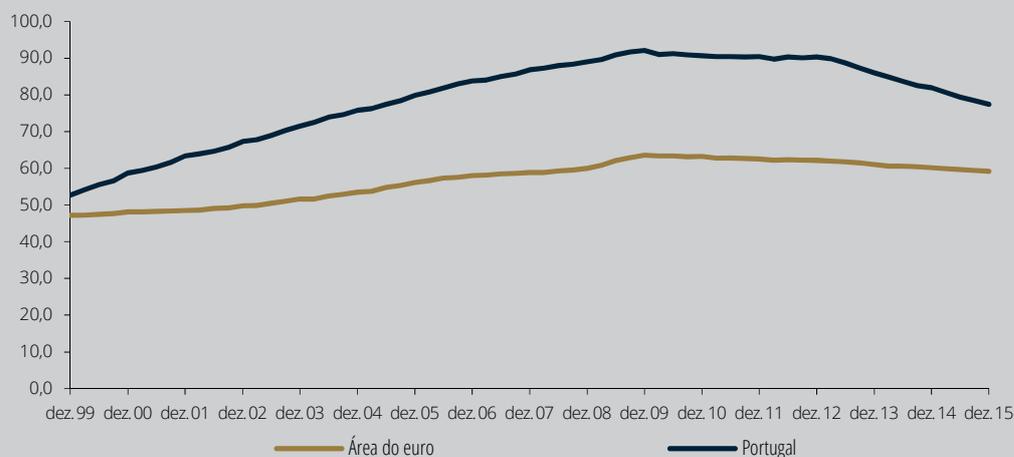
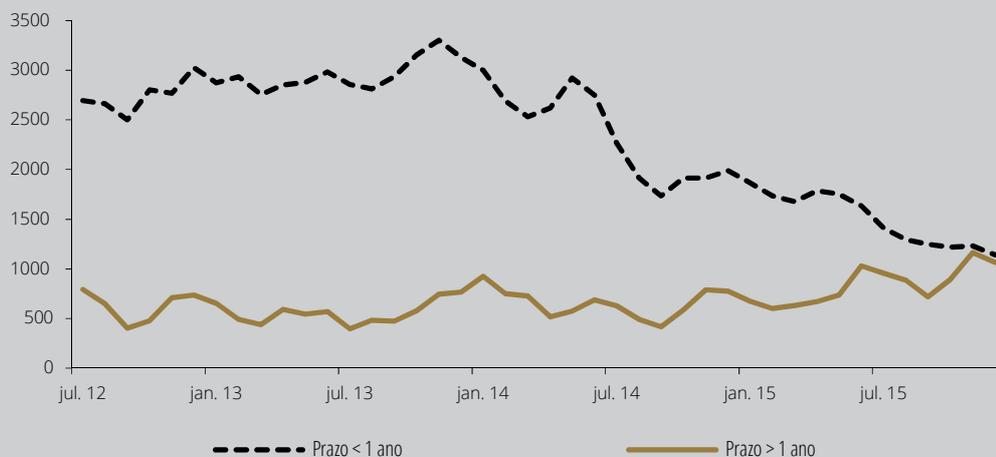


Gráfico 2.15 •
Dívida financeira dos particulares
| Em percentagem do PIB

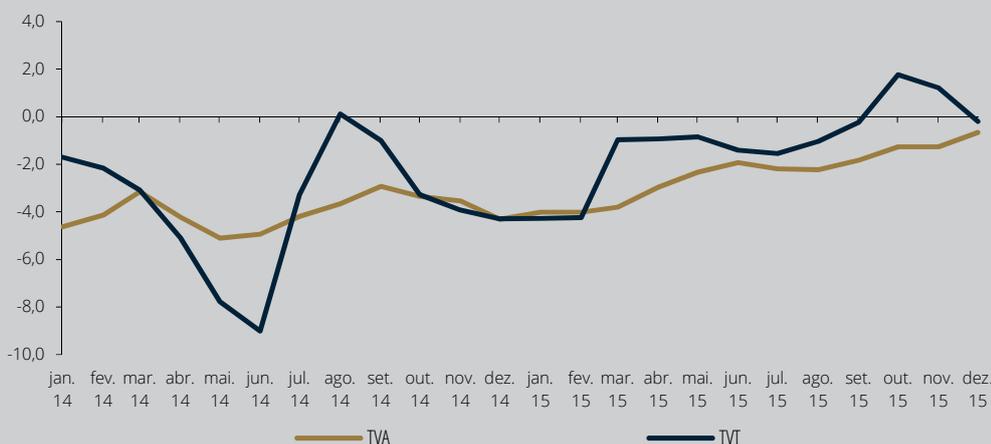
Fonte: Banco de Portugal e Banco Central Europeu.

Gráfico 2.16 •
Montante de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas por prazo contratual
| Média móvel de 3 meses, em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 2.17 •
Crédito concedido por bancos residentes a empresas
| Taxa de variação anual e taxa de variação trimestral anualizada, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O crédito bancário inclui empréstimos e títulos na posse de bancos. Dados ajustados de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

Gráfico 2.18 •
Empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas por setor de atividade
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Dados ajustados de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

aumentos graduais durante os três primeiros trimestres do ano. Observa-se no entanto uma diminuição no último trimestre de 2015. A evolução dos empréstimos bancários ao longo do ano é consistente com os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, o qual indicou um crescimento ligeiro da procura, em especial no caso das pequenas e médias empresas, e a adoção de critérios de concessão de crédito ligeiramente menos restritivos por parte dos bancos. À semelhança do observado em 2014, a contribuir para uma evolução negativa dos empréstimos bancários estiveram sobretudo os setores da construção e das atividades imobiliárias, os quais continuam a registar taxas de variação bastante negativas, ainda que cada vez menos significativas (Gráfico 2.18). Em sentido contrário, os empréstimos à indústria transformadora registaram taxas de variação anuais progressivamente menos positivas. Analisando a concessão de crédito por dimensão de empresas, observa-se uma recuperação gradual dos empréstimos a pequenas e médias empresas. Tal é consistente com uma normalização das condições monetárias e financeiras. Por fim, de acordo com a informação da central

de responsabilidades de crédito, observou-se em 2015 um aumento significativo dos empréstimos a empresas que obtêm acesso a financiamento bancário pela primeira vez. Este aumento acontece após vários anos em que este agregado apresentou níveis bastante inferiores aos observados no período anterior à crise financeira (Gráfico 2.19). De forma semelhante, observava-se um crescimento do número de empresas que obtêm acesso a financiamento bancário pela primeira vez.

Os empréstimos bancários estão a ser canalizados para as empresas com melhor perfil de risco, o que está a ter um impacto gradual no balanço dos bancos

Os empréstimos bancários apresentaram ao longo de 2015 uma evolução diferenciada por perfil de risco (Gráfico 2.20). Assim, enquanto os empréstimos a empresas com maior risco registaram taxas de variação homólogas em torno



Gráfico 2.19 •
Empréstimos concedidos a empresas novas na central de responsabilidades de crédito | Montante empréstimos concedido e número de empresas

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Considera-se uma nova empresa, uma sociedade não financeira que não tenha qualquer responsabilidade na central de responsabilidades de crédito durante o ano anterior.

de -7 por cento, os empréstimos a empresas de menor risco apresentaram um crescimento de aproximadamente 3 por cento. Esta evolução contrasta com o observado no final de 2012 altura em que se registou uma forte diminuição dos empréstimos bancários independentemente

da classe de risco. Esta diferenciação está a contribuir para melhorar gradualmente o perfil de risco das carteiras de crédito dos bancos, apesar de os empréstimos com risco mais elevado continuarem a ter um peso significativo nas carteiras de crédito (Gráfico 2.21).

Gráfico 2.20 •
Crédito concedido por instituições financeiras residentes a empresas privadas por quartil de risco de crédito
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) (*Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal de abril 2016). A taxa de variação homóloga é calculada como a taxa de variação anual do *stock* de empréstimos em cada mês.

Gráfico 2.21 •
Crédito concedido por instituições financeiras residentes a empresas privadas por quartil de risco de crédito
| Montante e proporção de empréstimos em cada classe de risco, em milhões de euros e percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) (*Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal de abril 2016). Considerou-se um universo de cerca de 70000 empresas, as quais correspondem a aproximadamente 50 por cento do número de empresas com empréstimos bancários. A amostra utilizada tem uma importância semelhante em termos do valor dos empréstimos concedidos.

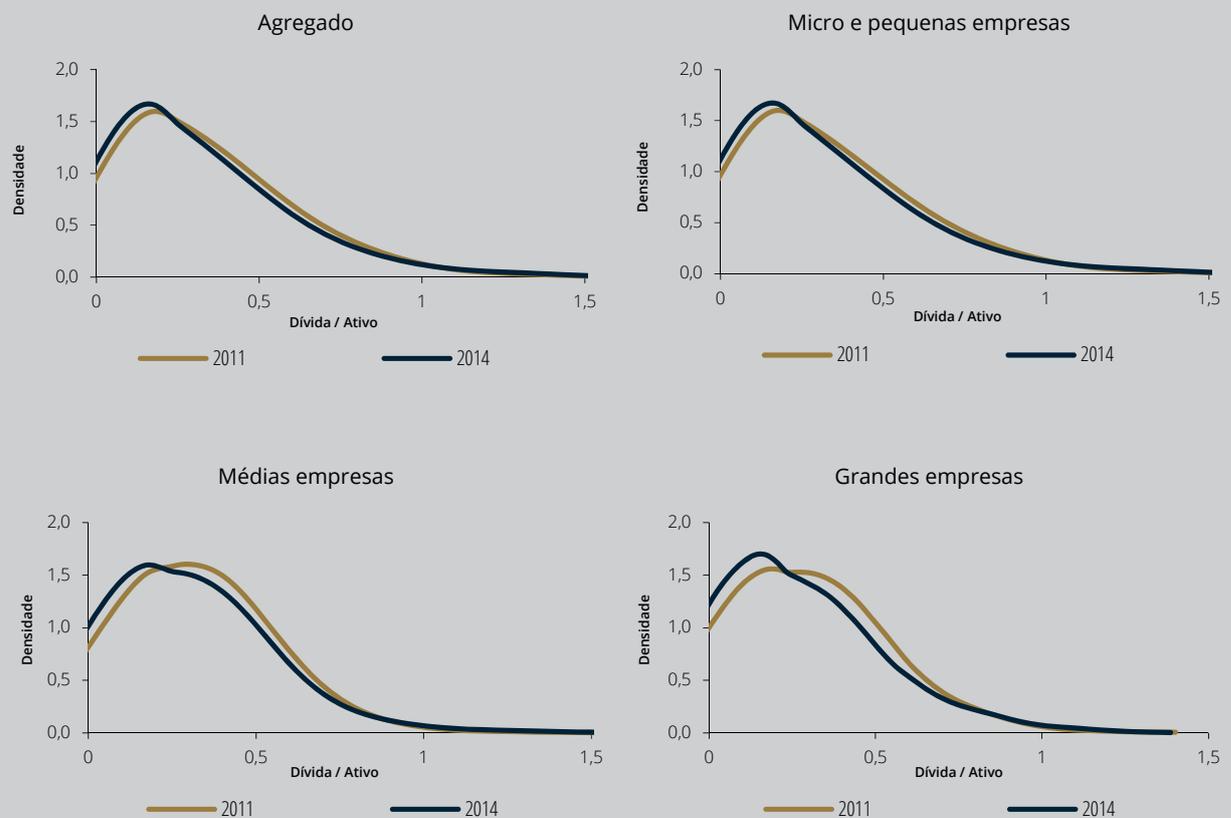
As empresas portuguesas continuam a registar um elevado nível de endividamento, refletindo um processo de desalavancagem relativamente lento

De acordo com informação das contas nacionais financeiras, o rácio entre dívida e ativos das empresas portuguesas tem diminuído desde o final de 2012. No entanto, este processo caracteriza-se por estar a ocorrer de forma relativamente mais lenta do que o observado noutros países da área do euro. A diferença

é especialmente evidente na comparação com Espanha (Caixa "Evolução do endividamento das empresas em Portugal e na área do euro"). Também em contraste com outros países da área do euro, em Portugal a desalavancagem das empresas tem sido conseguida sobretudo por via da diminuição da dívida, não se verificando grandes alterações ao nível do capital próprio.

Dado o elevado número de insolvências de empresas nos últimos anos, a diminuição observada no rácio de dívida sobre ativos poderá estar a refletir parcialmente o desaparecimento de empresas com elevados níveis de dívida. Para expurgar esse efeito utilizaram-se dados provenientes da Informação Empresarial Simplificada

Gráfico 2.22 • Distribuição do rácio de dívida sobre ativos de empresas não financeiras privadas por dimensão de empresa



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Considerou-se como dívida todas as responsabilidades que concedem ao seu titular o direito ao recebimento de juros. Utilizou-se um *kernel* de Epanechnikov não ponderado

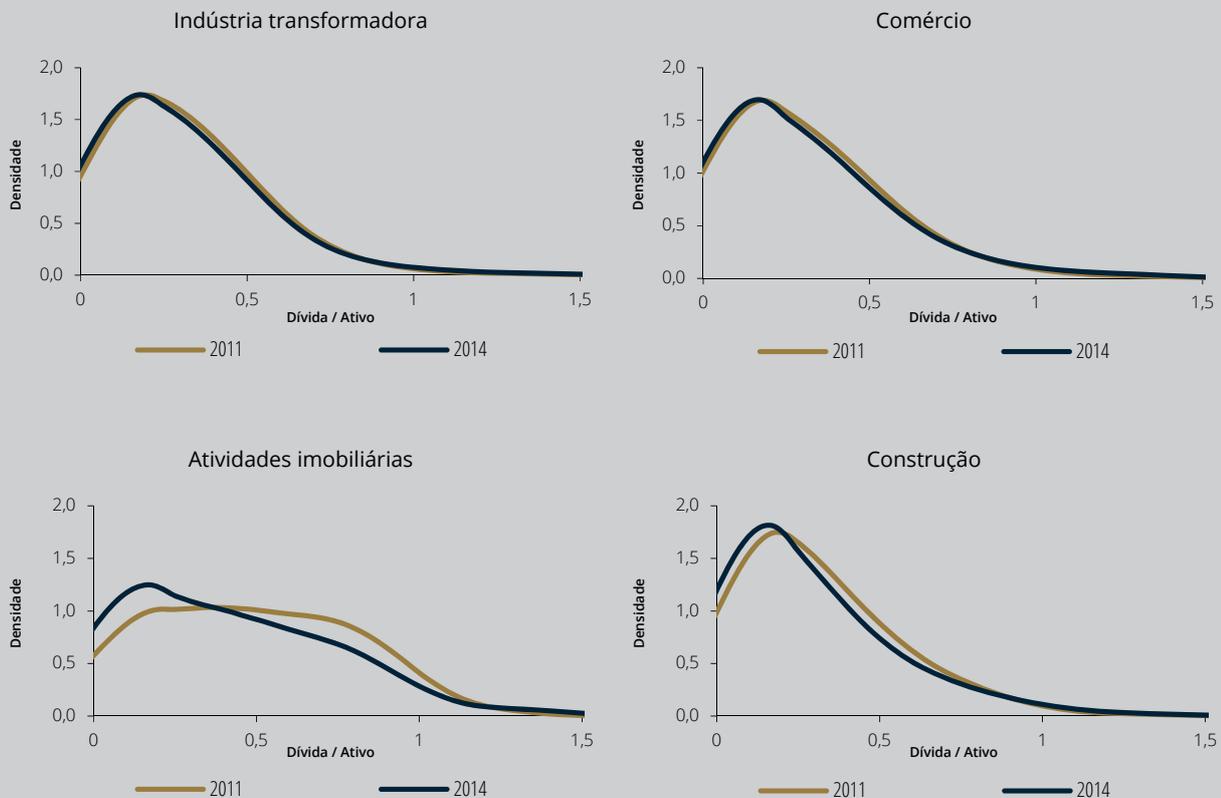
(IES), os quais permitem analisar a evolução da distribuição do rácio de dívida sobre ativos para uma amostra constante de empresas (Gráficos 2.22 e 2.23). Os gráficos apresentados indicam uma redução, ainda que ligeira do nível de alavancagem das empresas portuguesas entre 2011 e 2014. Por dimensão de empresa, e apesar do crédito bancário ter caído mais nas empresas de menor dimensão, os dados apontam para que o processo de desalavancagem esteja a ser ligeiramente mais acentuado no caso das médias e das grandes. Por setor de atividade, assinala-se que as empresas de atividades imobiliárias registaram uma redução mais acentuada no seu rácio de dívida sobre ativo do que o observado nos restantes setores. Note-se no entanto que estas empresas tendem a

continuar a apresentar rácios de alavancagem bastante superiores à média.

As taxas de juro dos empréstimos às empresas continuam a diminuir com os diferenciais face à área do euro a aproximarem-se dos níveis pré-crise

As taxas de juro nos novos empréstimos a empresas não financeiras registaram em 2015 uma forte diminuição atingindo no mês de dezembro o nível mais baixo desde a entrada no euro (Gráfico 2.24). Esta diminuição resultou sobretudo de uma redução dos spreads, uma vez que as taxas de juro de mercado diminuíram de forma pouco

Gráfico 2.23 • Distribuição do rácio de dívida sobre ativos de empresas não financeiras privadas por setor de atividade

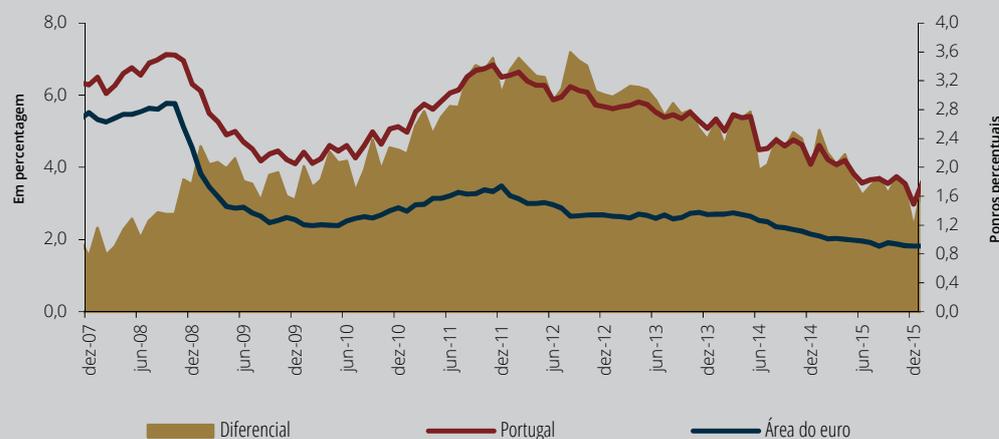
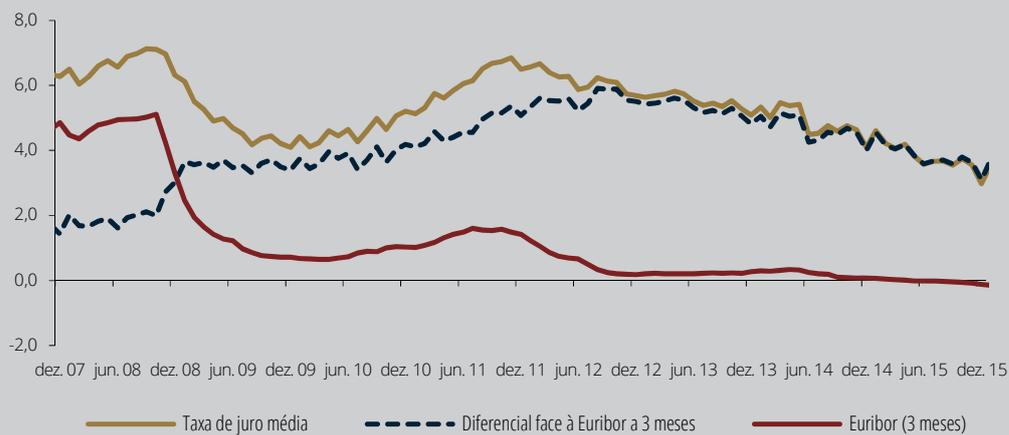


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Considerou-se como dívida todas as responsabilidades que concedem ao seu titular o direito ao recebimento de juros. Utilizou-se um *kernel* de Epanechnikov não ponderado.

significativa em termos absolutos. Esta diminuição tem contribuído para uma redução do diferencial entre as taxas de juro praticadas em Portugal e na área do euro, o que é um importante sinal positivo tendo em vista o processo de normalização das condições monetárias e financeiras em curso (Gráfico 2.25). Os spreads praticados pelos bancos no final de 2015 encontram-se ainda assim

muito acima dos praticados no período pré-crise. Este diferencial deverá estar a refletir *inter alia* as alterações regulatórias em implementação ao nível europeu com impacto na estrutura de passivos e no custo de financiamento dos bancos (Caixa “Implicações de alterações no enquadramento europeu de resolução de bancos sobre as condições monetárias e financeiras”).



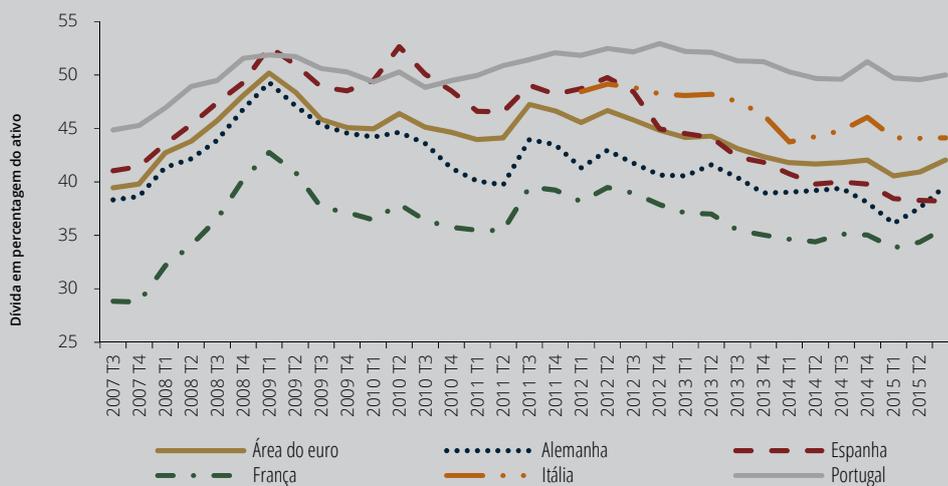
Caixa 2.2.1 | Evolução do endividamento das empresas em Portugal e na área do Euro

No contexto da crise financeira global de 2008, o endividamento excessivo das empresas não financeiras foi apontado como um dos principais desequilíbrios existentes na área do euro, com particular destaque para alguns dos seus países-membros, como Portugal e Espanha. Esta caixa analisa a evolução do endividamento das empresas não financeiras na área do euro e documenta a heterogeneidade entre alguns dos seus países-membros: Alemanha, Espanha, França, Itália e Portugal. Como medida de endividamento é utilizado o rácio entre dívida e ativo total¹⁸, calculado com base em dados não consolidados das contas nacionais financeiras. A dívida é definida como o valor total de empréstimos e títulos de dívida.

O rácio de endividamento das empresas não financeiras na área do euro atingiu o seu valor máximo no período em análise (cerca de 50 por cento) no primeiro trimestre de 2009 (Gráfico 1). A partir deste ponto, este indicador mostrou uma tendência descendente, parcialmente revertida no início de 2011. O rácio entre a dívida e o ativo das empresas não financeiras retomou uma tendência claramente descendente no decurso de 2012, atingindo cerca de 41 por cento no final de 2015 (valor relativamente próximo do verificado no final de 2007).

O gráfico 1 mostra ainda que, entre 2007 e 2009, existiu um aumento do endividamento das empresas não financeiras nos vários países analisados. Além disso, a situação das empresas portuguesas quanto a este indicador estava próxima da situação para o conjunto da área do euro no início de 2009. No entanto, em meados de 2012, as empresas não financeiras espanholas, francesas e alemãs iniciaram um processo de desalavancagem, particularmente acentuado no caso espanhol, em que o valor da dívida em relação ao ativo decresceu cerca de 12 p.p. até ao final do período em análise. Note-se que, neste último caso, a evolução da dívida refletiu parcialmente o aumento considerável de *write-offs* no fim de 2012, relacionado com a transferência de créditos hipotecários para a entidade gestora dos ativos criada na sequência da reestruturação do sistema bancário (Sareb).

Gráfico 1 • Evolução do rácio de alavancagem das empresas não financeiras



Fonte: ECB Statistical Data Warehouse.

Nota: (a) Contas nacionais financeiras, dados não consolidados.

(b) Área do Euro reflete o agregado dos atuais 19 países da área do euro e inclui igualmente as contas financeiras do Banco Central Europeu. Adicionalmente, inconsistências resultantes da agregação são corrigidas.

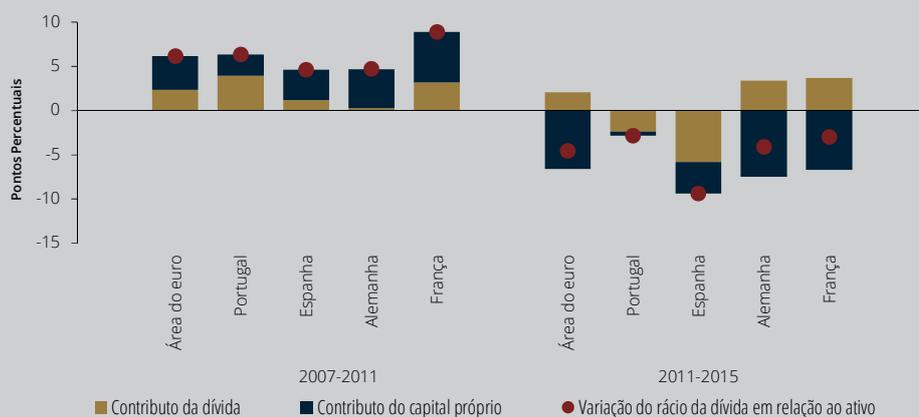
Em Portugal e em Itália, o processo de desalavancagem iniciou-se mais tarde. No caso das empresas não financeiras portuguesas, observou-se uma redução lenta do rácio de endividamento de cerca de 4 p.p. entre o final de 2012 e o final de 2015. Por sua vez, o rácio de alavancagem das empresas italianas sofreu uma redução de cerca de 4 p.p. entre o segundo trimestre de 2013 e o final de 2015.

Em dezembro de 2015, o nível de endividamento das empresas não financeiras portuguesas permanecia elevado e claramente acima da média da área do euro, representando cerca de 49 por cento do ativo.

Com a crise financeira internacional e as novas regras de supervisão observa-se uma tendência para a compressão do crédito concedido e dos balanços dos bancos. Neste contexto, a capacidade de as empresas continuarem a financiar a sua atividade e os seus investimentos deverá passar por uma estrutura de financiamento mais equilibrada entre dívida e capital, face ao período anterior à crise.

O gráfico 2 mostra a decomposição, para os subperíodos 2007-11 e 2011-15, da variação do rácio de endividamento entre a parte que se deve a alterações nos capitais próprios e a parte que se deve a alterações na dívida, nos países referidos. No primeiro subperíodo, de uma forma geral, tanto a evolução da dívida como a evolução do capital contribuíram para o aumento do rácio de endividamento. Esta evolução é semelhante em Portugal e nos outros países analisados, ainda que, apenas no caso das empresas portuguesas, se observe que o aumento da dívida teve um contributo mais significativo do que a redução dos capitais próprios. No segundo subperíodo, a evolução é mais heterogénea. Nas empresas alemãs e francesas, o aumento significativo dos capitais próprios mais do que compensou o aumento da dívida, observando-se uma redução dos rácios de alavancagem. No caso espanhol, quer a dívida, quer os capitais próprios, contribuíram igualmente para a redução do rácio de alavancagem. Por último, em Portugal, o capital próprio das empresas não financeiras manteve-se relativamente estável, sendo o decréscimo do grau de alavancagem atribuível apenas a algum decréscimo da dívida. Desta forma, a análise apresentada evidencia a importância de se verificar um reforço de capitais próprios por parte das empresas portuguesas.

Gráfico 2 • Contributos de variações na dívida e capitais próprios para a variação do rácio de alavancagem



Fonte: ECB Statistical Data Warehouse.

Nota: (a) Contas nacionais financeiras, dados não consolidados.

(b) Área do Euro reflete o agregado dos atuais 19 países da área do euro e inclui igualmente as contas financeiras do Banco Central Europeu. Adicionalmente, inconsistências resultantes da agregação são corrigidas.

(c) Os contributos foram estimados tendo por base os termos de primeira e segunda ordem da expansão da série de Taylor de ordem 2.

Caixa 2.2.2 | Implicações de alterações no enquadramento europeu de resolução de bancos sobre as condições monetárias e financeiras

A transposição da diretiva relativa à recuperação e resolução de instituições de crédito (designada em língua inglesa por *Bank Recovery and Resolution Directive*) para as legislações nacionais permite que as entidades responsáveis pela resolução em cada país passem a contar com um novo instrumento em caso de insolvência iminente por parte de uma instituição de crédito: a medida de recapitalização interna (*bail-in*). Esta medida permite que as perdas resultantes da situação de insolvência de uma instituição sejam suportadas pelos acionistas e credores dessa instituição mitigando assim a transmissão de risco dos bancos para os Estados. Para que o *bail-in* seja eficaz é necessário no entanto que as instituições disponham de passivos suscetíveis da sua aplicação. Dito de outra forma, as mesmas deverão apresentar um nível mínimo em termos de fundos próprios e créditos elegíveis (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*). Note-se que dívida colateralizada não pode ser considerada para fins de recapitalização interna e, portanto, não é elegível para o referido nível mínimo. Na medida em que a introdução do *bail-in* diminui o nível de proteção dos detentores de dívida do banco em caso de insuficiência de capital, aumentando o custo da mesma, é possível que, à semelhança de outras alterações ao nível dos requisitos de fundos próprios, estas modificações tenham consequências ao nível do preço e quantidades de crédito concedido pelo setor bancário. Além disso, dadas as diferenças existentes entre países ao nível da perceção de risco, as novas regras poderão contribuir para uma maior segmentação na transmissão da política monetária, em especial num contexto de aumento de volatilidade nos mercados financeiros.

O gráfico 1 mostra a evolução do custo de financiamento dos bancos europeus em obrigações garantidas por colateral e dívida sénior desde Junho de 2013, altura em que o Conselho ECOFIN chegou a acordo relativamente à diretiva em causa. Entre o final de 2013 e abril de 2015 observa-se um alargamento do diferencial entre estes dois tipos de dívida, pese embora a diminuição do custo de financiamento em ambos os tipos de dívida. A partir de abril de 2015, e num contexto

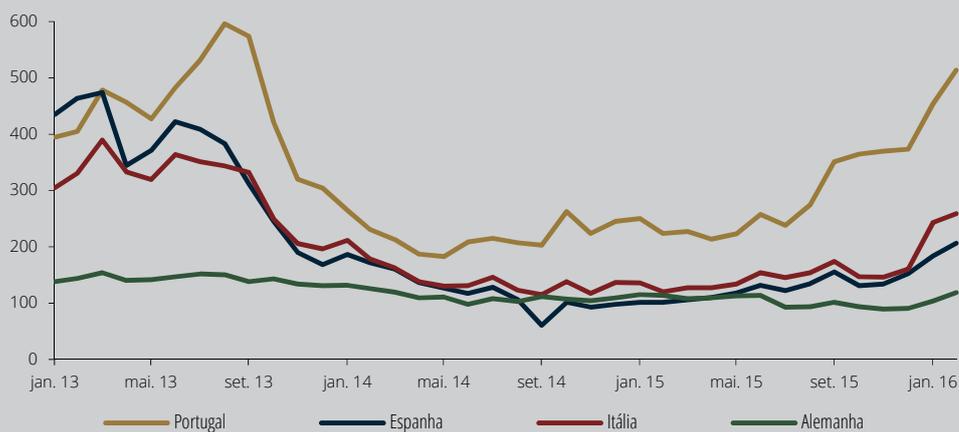
Gráfico 1 • Evolução do custo de financiamento dos bancos na área do euro em obrigações séniores e colateralizadas | Em percentagem



Fonte: Thomson Reuters.

de aumento de volatilidade dos mercados financeiros, observa-se simultaneamente um aumento do custo de financiamento e do diferencial entre os dois instrumentos. Apesar da informação disponível relativa ao mercado de dívida colateralizada indicar que o custo de financiamento neste instrumento se mantém a níveis relativamente baixos, observa-se no gráfico 2 um aumento bastante significativo dos *credit default swaps* dos bancos residentes na periferia da área do euro. Este aumento é especialmente significativo no caso dos bancos portugueses e indica que a emissão de dívida sénior não colateralizada poderá ter um custo particularmente elevado para estes. Neste contexto, e não obstante os indicadores de preço e quantidades analisados nesta secção apontarem para uma normalização das condições monetárias e financeiras na economia portuguesa, a evolução observada nos mercados financeiros acentua a necessidade de uma vigilância permanente.

Gráfico 2 • Credit default swaps de bancos da área do euro (5 anos séniores)
| Pontos base



Fonte: Thomson Reuters.

Notas: Os valores apresentados correspondem a uma média simples dos prémios dos *credit default swaps* por país. O número de bancos considerados varia de país para país. Valores em final de mês.

3. Política e situação orçamental

No ano de 2015 registou-se uma interrupção do processo de consolidação orçamental iniciado em 2011

O défice orçamental, em 2015, situou-se claramente acima do valor de referência de 3 por cento do PIB, não permitindo o encerramento do procedimento por défice excessivo dentro do prazo estabelecido no âmbito dos compromissos europeus. Este resultado foi fortemente condicionado por operações de natureza temporária. Em paralelo, ocorreu uma deterioração do saldo primário estrutural, pela primeira vez desde 2011.

Com efeito, de acordo com a primeira notificação deste ano do procedimento dos défices excessivos, o défice orçamental das administrações públicas cifrou-se em 4,4 por cento do PIB. Excluindo o impacto da resolução do Banif¹⁹,

o défice situou-se em 3,0 por cento do PIB, que compara com o objetivo de 2,7 por cento estabelecido no Orçamento do Estado para 2015 (Quadro 3.1).

Face ao ano anterior, o défice orçamental apresentou uma melhoria de 2,8 p.p., resultando uma parte significativa desta redução (2,2 p.p.) da variação do efeito de medidas temporárias²⁰. De relembrar que ocorreram, em 2014, operações de natureza pontual (nomeadamente, a recapitalização do Novo Banco e a reclassificação da dívida da STCP e Carris²¹) que atingiram no seu conjunto uma dimensão bastante superior ao efeito decorrente da resolução do Banif. Deste modo, o défice orçamental corrigido de medidas temporárias diminuiu 0,6 p.p., tendo a redução da despesa com juros em percentagem do PIB contribuído para esta melhoria em 0,3 p.p..

Quadro 3.1 • Principais indicadores orçamentais | Em percentagem do PIB

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Δ 2014-2015
Saldo total (1)	-11,2	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2	-4,4	2,8
Medidas temporárias e fatores especiais ^(a) (2)	-2,8	-0,2	0,0	0,3	-3,6	-1,4	2,2
Saldo total excluindo medidas temporárias e fatores especiais (3=1-2)	-8,4	-7,2	-5,6	-5,2	-3,6	-3,0	0,6
Componente cíclica (4)	1,5	0,6	-1,7	-2,2	-1,3	-0,5	0,8
Saldo estrutural ^(b) (5=3-4)	-9,9	-7,8	-3,9	-3,0	-2,3	-2,5	-0,2
Despesa em juros (6)	2,9	4,3	4,9	4,9	4,9	4,6	-0,3
Saldo primário estrutural (7=5+6)	-7,0	-3,5	0,9	1,9	2,6	2,0	-0,5
Receita estrutural (em percentagem do PIB tendencial) ^(b)	39,9	42,0	43,1	44,9	44,8	43,9	-0,8
Despesa primária estrutural (em percentagem do PIB tendencial) ^(b)	47,1	45,6	42,1	43,0	42,2	41,9	-0,3
Dívida pública	96,2	111,4	126,2	129,0	130,2	129,0	-1,2
Variação da dívida pública (em p.p.)	12,6	15,2	14,8	2,8	1,2	-1,2	-
(-) saldo primário	8,2	3,1	0,8	0,0	2,3	-0,2	-
Diferencial entre efeitos dos juros e do crescimento do PIB	0,8	6,4	10,0	3,5	2,5	0,3	-
Ajustamentos défice-dívida	3,5	5,8	4,0	-0,7	-3,6	-1,3	-

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) São considerados fatores especiais transações que afetam pontualmente o défice das administrações públicas, mas que, de acordo com a definição do Eurosistema, não podem ser tratadas como medidas temporárias. (b) Os valores estruturais são ajustados do ciclo e dos efeitos de medidas temporárias e de fatores especiais. As componentes cíclicas e as medidas temporárias são apuradas pelo Banco de Portugal, de acordo com as metodologias utilizadas no Eurosistema.

Os cálculos efetuados pelo Banco de Portugal, de acordo com a metodologia de ajustamento cíclico adotada pelo Eurosistema em 2001, apontam para um impacto da recuperação da atividade económica nos desenvolvimentos orçamentais de 2015 equivalente a 0,8 p.p.²². Por conseguinte, o saldo orçamental primário apresentou, em termos estruturais, uma deterioração de 0,5 p.p., evidenciando uma orientação da política orçamental no ano em análise de cariz pró-cíclico.

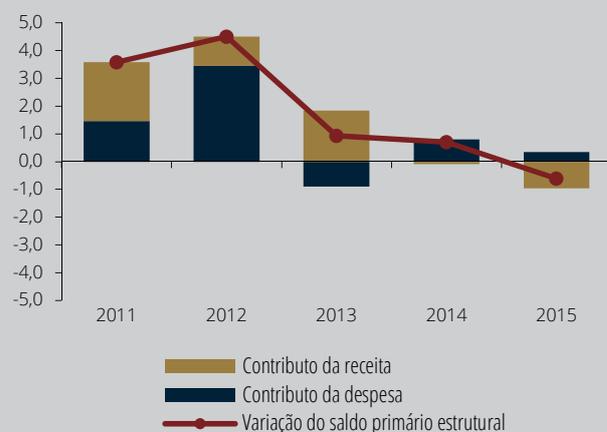
A diminuição do saldo primário estrutural em 2015 reflete os contributos, em p.p. do PIB tendencial, da redução da receita não fiscal (-0,6) e da carga fiscal e contributiva (-0,2), assim como de um aumento da despesa de capital (-0,3), que mais do que compensaram o impacto da redução estrutural da despesa corrente primária (0,7). Deste modo, em termos de evolução estrutural dos grandes agregados, a receita em rácio do PIB tendencial diminuiu 0,8 p.p. e a despesa primária apresentou uma redução equivalente a 0,3 p.p. do PIB tendencial (Gráfico 3.1). Refira-se que a despesa primária estrutural em

rácio do PIB tendencial atingiu, em 2015, o nível mais baixo desde 2003 (Gráfico 3.2).

Num contexto de contenção de despesa, as despesas com pessoal contribuíram significativamente para a redução da despesa primária

A diminuição estrutural da despesa corrente primária em rácio do PIB tendencial (-0,7 p.p.) decorreu em parte da evolução das despesas com pessoal (-0,4 p.p.) que, após uma diminuição de 3,9 por cento em 2014, registaram uma redução de 1,1 por cento no ano em análise. (Gráfico 3.3). Relativamente à evolução dos vencimentos, que aumentaram 0,3 por cento em 2015, importa salientar dois efeitos de sinal contrário. Por um lado, a reversão parcial da redução dos salários aplicada desde 2011 contribuiu para um aumento de despesa. Por outro lado, a diminuição do número de funcionários das administrações

Gráfico 3.1 • Composição da variação do saldo primário estrutural | Em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O contributo da despesa corresponde ao simétrico da variação da despesa primária estrutural em rácio do PIB tendencial e o contributo da receita corresponde à variação da receita total estrutural em rácio do PIB tendencial.

Gráfico 3.2 • Evolução estrutural da receita e da despesa primária | Em percentagem do PIB tendencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.

públicas, que prosseguiu em 2015 embora a um ritmo inferior ao verificado em anos anteriores, permitiu a contenção de despesa. No que respeita às contribuições imputadas, observou-se uma redução de 5,8 por cento, nomeadamente em resultado da eliminação da contribuição patronal para a ADSE e do efeito base associado ao pagamento de um montante significativo de indemnizações no âmbito de rescisões por mútuo acordo em 2014.

Em 2015 as prestações sociais em dinheiro aumentaram em termos efetivos 1,8 por cento (2,4 por cento em termos estruturais), fundamentalmente em virtude da eliminação da Contribuição Extraordinária de Solidariedade (CES)²³, aprovada no Orçamento do Estado para 2015. De notar que esta evolução traduz uma aceleração significativa face à diminuição de 2,5 por cento observada em 2014²⁴. Importa referir que a despesa com pensões corrigindo o efeito da CES teve, em 2015, um crescimento inferior ao que decorreria da materialização das pressões associadas ao envelhecimento populacional, na medida em que o aumento da idade de reforma permitiu conter o crescimento do número de pensionistas no regime geral. Adicionalmente, a despesa com subsídios de desemprego apresentou em 2015 uma diminuição muito acentuada em termos efetivos (-21,0 por cento), associada quase exclusivamente a uma redução do número de desempregados subsidiados (-18,2 por cento). Destaque-se que esta evolução é parcialmente atribuível à melhoria da posição cíclica da economia. Contudo, mesmo em termos estruturais esta despesa apresentou uma diminuição significativa, na medida em que a redução do número total de desempregados foi bastante inferior à verificada no número de beneficiários desta prestação²⁵.

As prestações sociais em espécie, por seu turno, diminuíram 4,4 por cento, destacando-se a redução de despesa associada ao setor da saúde. Pelo contrário, o consumo intermédio aumentou 5,2 por cento, tendo sido particularmente acentuado o crescimento observado no subsector da administração local (10,4 por cento). Excluindo a despesa com concessões no âmbito de parcerias público-privadas que, tal como em

2014, apresentou um crescimento significativo, o consumo intermédio aumentou 3,9 por cento em 2015. Refira-se ainda que os subsídios diminuíram 3,1 por cento, num contexto de redução da despesa com ações de formação financiadas pelo Fundo Social Europeu (FSE) e das indemnizações compensatórias pagas a empresas públicas não incluídas no perímetro das administrações públicas. Adicionalmente, a outra despesa corrente registou uma redução significativa, essencialmente devido à evolução registada nos subsectores dos serviços e fundos autónomos e da administração regional.

A despesa de capital corrigida de medidas temporárias em rácio do PIB tendencial aumentou 0,3 p.p.. Destaque-se que, nos últimos anos, este agregado foi afetado pelas medidas temporárias de elevado montante atrás referidas. Estas medidas tiveram particular impacto nas transferências de capital, totalizando 3,6 por cento do PIB, em 2014, e 1,3 por cento, em 2015. Excluindo estes efeitos, as transferências de capital aumentaram 73,9 por cento, principalmente devido ao registo de pedidos de reforço orçamental por parte do Instituto de Financiamento da Agricultura e Pescas (IFAP) no âmbito de processos relacionados com fundos europeus e à conversão em aumentos de capital dos suprimentos concedidos pela Wolfpart à Caixa Imobiliário. Após uma diminuição acumulada de 62,8 por cento entre 2010 e 2014, o investimento em termos nominais aumentou 4,3 por cento, quando corrigido do efeito da aquisição de ativos imobiliários pela Oitante, no âmbito da resolução do Banif. Em termos de repartição por subsectores, este crescimento advém fundamentalmente do aumento registado no Estado e nos serviços e fundos autónomos, que contrastou com a redução observada nos restantes subsectores.

A redução estrutural da receita advém fundamentalmente da evolução da receita não fiscal

Em rácio do PIB tendencial, a receita apresentou uma redução estrutural de 0,8 p.p. em 2015, tendo a receita não fiscal contribuído decisivamente para esta evolução (-0,7 p.p.) (Gráfico 3.4).

A carga fiscal e contributiva em 2015 aumentou em termos efetivos 3,6 por cento, destacando-se em particular o crescimento dos impostos sobre a produção e a importação. Num contexto de aceleração da atividade económica, a maior parte deste aumento pode ser associado à evolução das bases macroeconómicas dos principais impostos, que cresceram acima da sua evolução tendencial, com particular destaque para o consumo privado. Nesse sentido, o aumento da receita fiscal e contributiva corrigida do efeito do ciclo económico foi consideravelmente menor, cifrando-se em 1,8 por cento. Relativamente aos impostos sobre a produção e a importação, a receita estrutural em percentagem do PIB tendencial aumentou 0,1 p.p., tendo sido aprovadas, no âmbito do Orçamento do Estado para 2015, diversas alterações legislativas que terão contribuído para esta evolução. Porém, a receita dos impostos sobre o rendimento e o património apresentou uma redução estrutural em rácio do PIB tendencial de 0,1 p.p., na medida em que o aumento da receita dos impostos sobre as empresas não foi suficiente para compensar a redução da tributação sobre

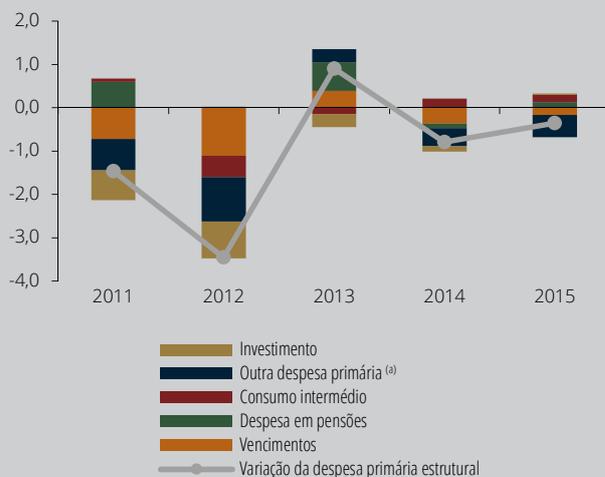
as famílias. De igual modo, o rácio das contribuições sociais ajustadas do efeito do ciclo no PIB tendencial diminuiu 0,2 p.p. (para maior detalhe ver Caixa “Evolução estrutural da receita fiscal em 2015”).

No que respeita à receita não fiscal, é de destacar que a outra receita corrente, incluindo as vendas de bens e serviços, apresentou uma diminuição de 6,4 por cento, que decorre nomeadamente da acentuada redução quer da receita com juros, quer das transferências do FSE recebidas pelas administrações públicas²⁶. Por último, a receita de capital apresentou um decréscimo de 8,2 por cento.

Após uma relativa estabilização em 2014, o rácio da dívida pública apresentou uma diminuição em 2015

No final de 2015 a dívida das administrações públicas situou-se em 129 por cento do PIB²⁷, menos 1,2 p.p. que no final do ano anterior. Esta

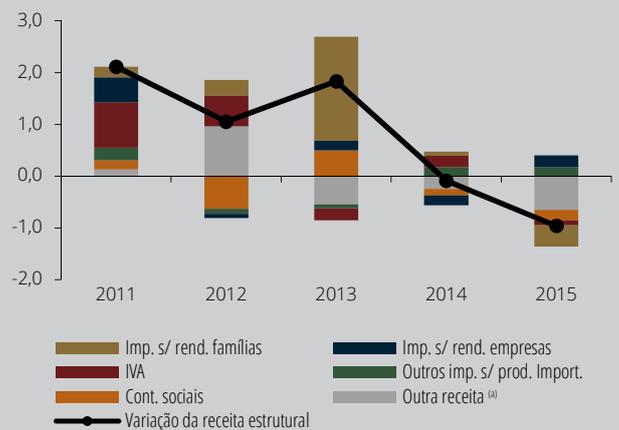
Gráfico 3.3 • Contributos para a variação estrutural da despesa primária | Em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) A outra despesa primária inclui as prestações sociais excluindo as pensões, as contribuições sociais das administrações públicas, os subsídios e as outras despesas correntes e de capital.

Gráfico 3.4 • Contributos para a variação estrutural da receita | Em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A outra receita inclui a outra receita corrente e a receita de capital.

evolução do rácio da dívida decorreu essencialmente dos ajustamentos défice-dívida, que contribuíram para a redução da dívida em 1,3 p.p. Num contexto de acentuada desaccumulação de depósitos, o rácio da dívida das administrações públicas subtraindo estes ativos apresentou, pelo contrário, um aumento no período em análise, de 117,9 para 118,8 por cento do PIB (Gráfico 3.5).

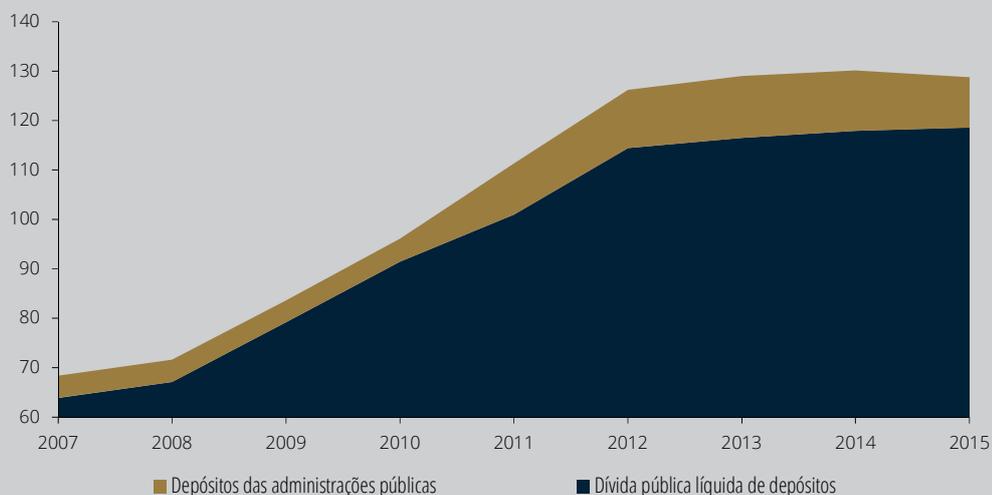
O contributo do saldo primário no sentido de redução do rácio da dívida (-0,2 p.p.) foi compensado por um impacto de magnitude similar do diferencial negativo entre a taxa de crescimento nominal do PIB e a taxa de juro (+0,3 p.p.). Refira-se que este diferencial tinha colocado uma pressão significativa sobre a dívida nos anos anteriores, tendo contribuído, em termos médios anuais, para o aumento do rácio da dívida em 5,6 p.p. entre 2011 e 2014 (Quadro 3.1).

No que respeita aos ajustamentos défice-dívida, o contributo da variação dos depósitos detidos pelas administrações públicas atingiu -1.7 p.p. do PIB, apesar do aumento em 0,7 p.p. associado às contas-margem²⁸. Esta desaccumulação de depósitos decorre em parte do montante utilizado para efetuar as injeções de capital no âmbito do processo de resolução do Banif (1,3 por cento do PIB). De referir que a desaccumulação de depósitos poderia ter sido mais relevante caso não tivesse ocorrido um desinvestimento em títulos de dívida de

não residentes detidos pelas administrações públicas, (-0,5 por cento do PIB). Com um contributo no sentido da redução da dívida, importa também destacar o efeito conjunto da emissão, amortização e recompra de títulos acima do par (-0,8 p.p.) e a diferença entre os juros corridos e os juros pagos (-0,3 p.p.). Em sentido oposto, os ajustamentos relacionados com outros passivos das administrações públicas aumentaram a dívida em 1,2 p.p., designadamente por via da redução de créditos comerciais e da contrapartida por operações relativas a fundos comunitários. Adicionalmente, refira-se o impacto das flutuações cambiais no valor da dívida emitida em moeda estrangeira (0,8 p.p.), com efeito em particular na dívida ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Refira-se que se verificou, em 2015, a amortização antecipada de parte do empréstimo concedido pelo FMI no âmbito do programa de assistência (4,3 por cento do PIB).

O Estado português manteve uma presença regular no mercado de dívida soberana em 2015, apostando em emissões com prazos mais longos. Esta estratégia permitiu que o país beneficiasse significativamente da redução generalizada das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida soberana na área do euro, obtendo taxas de colocação inferiores às verificadas no ano anterior. No que respeita às emissões de curto prazo, a taxa de juro média dos leilões de Bilhetes do Tesouro a

Gráfico 3.5 •
Evolução da dívida pública
| Em percentagem
do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

um ano foi inferior a 0,1 por cento, apresentando uma redução de 0,4 p.p. face ao ano anterior. De referir, também, que foram emitidas Obrigações do Tesouro com maturidades diferenciadas, destacando-se a primeira emissão a 30 anos desde 2006, realizada em janeiro de 2015. Relativamente à evolução das taxas de colocação a longo prazo, refira-se que, na maturidade de 10 anos, a taxa média dos leilões e das compras no âmbito de trocas foi de 2,3 por cento, menos 2,1 p.p. que em 2014. Neste contexto, a taxa de juro implícita da dívida pública²⁹ diminuiu 0,2 p.p. face ao ano anterior, situando-se em 3,6 por cento, influenciada também pelos juros dos empréstimos concedidos no âmbito do programa de assistência.

A política orçamental na área do euro também assumiu uma orientação expansionista

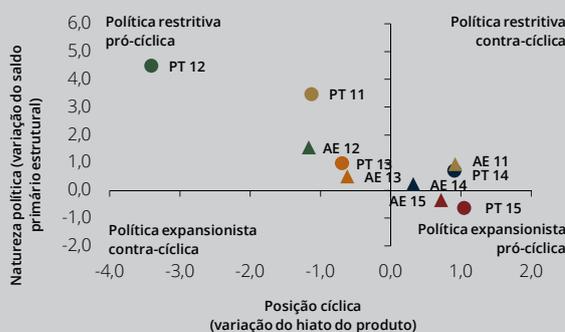
As previsões de Inverno da Comissão Europeia, publicadas em fevereiro de 2016, apontam para uma deterioração do saldo primário estrutural na área do euro, num contexto de melhoria da atividade económica e de redução dos juros da dívida em rácio do PIB³⁰. Com base nestas previsões, a política orçamental na área do euro terá sido moderadamente expansionista em 2015, após vários anos de consolidação (Gráfico 3.6). Analisando a situação dos diferentes Estados-Membros, as reduções mais significativas do

saldo orçamental estrutural terão ocorrido em Espanha, no Chipre, na Grécia e no Luxemburgo. Por sua vez, a Áustria, a Estónia e a Lituânia terão constituído as principais exceções, prosseguindo políticas de consolidação.

No que respeita aos países em procedimento por défice excessivo, a Irlanda, a Eslovénia e o Chipre apresentaram défices nominais abaixo de 3 por cento em 2015, ao contrário do sucedido em Espanha, Grécia, França e Portugal, que continuarão sujeitos ao braço corretivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Deste último conjunto de países, Portugal era o único que tinha 2015 como ano limite para correção da situação de défice excessivo, sendo 2016 o ano limite para Espanha e Grécia e 2017 para a França (Quadro 3.2).

O rácio da dívida pública na área do euro mantém-se, desde 2012, praticamente estabilizado em níveis um pouco acima de 90 por cento, não tendo sido revertido o aumento muito significativo ocorrido na sequência da crise financeira. Em 2015, este indicador situou-se em 90,7 por cento, sendo que apenas o Luxemburgo, a Eslováquia e os países bálticos apresentaram rácios inferiores a 60 por cento (Gráfico 3.7). O *Fiscal Sustainability Report 2015*³¹ sinaliza a existência de riscos elevados relativamente à sustentabilidade das finanças públicas a médio prazo em

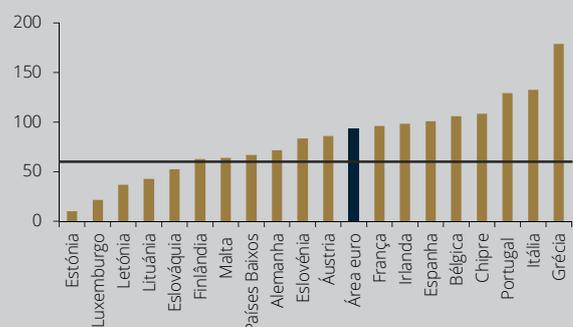
Gráfico 3.6 • Política orçamental e posição cíclica na área do euro e em Portugal | Em pontos percentuais do PIB tendencial



Fonte: Comissão Europeia previsões de inverno 2016.

Nota: A posição cíclica da economia é avaliada pela variação do hiato do produto, que corresponde aproximadamente à diferença entre taxas de crescimento do PIB e do PIB potencial.

Gráfico 3.7 • Dívida pública na área do euro em 2015 | Em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat.

Nota: Destaque-se que os dados para a área do euro estão consolidados dos empréstimos intergovernamentais concedidos no contexto da recente crise financeira.

oito países, designadamente, Bélgica, Eslovénia, Espanha, Itália, Irlanda, França, Finlândia e Portugal. Note-se que este relatório não analisa os riscos associados aos países em programa de ajustamento (Grécia e Chipre). Deste modo, a redução do endividamento público na

área do euro apresenta-se como um desafio central da política orçamental a médio prazo, em particular num contexto de reduzido crescimento económico e baixa inflação e de pressão dos custos decorrentes do envelhecimento da população.

Quadro 3.2 • Países da área do euro em procedimento por défice excessivo
| Em percentagem do PIB

País	Data da decisão do Conselho Europeu	Ano limite para a correção	Última alteração do ano limite	Saldo Orçamental de 2015
Irlanda	27-04-2009	2015	07-12-2010	-2,3
Portugal	02-12-2009	2015	21-06-2013	-4,4
Eslovénia	02-12-2009	2015	21-06-2013	-2,9
Chipre	13-07-2010	2016	16-05-2013	-1,0
Espanha	27-04-2009	2016	21-06-2013	-5,1
Grécia	27-04-2009	2016	04-12-2012	-7,2
França	27-04-2009	2017	10-03-2015	-3,5

Fontes: *Eurostat* (Notificação de abril do Procedimento dos Défices Excessivos) e Comissão Europeia.

Caixa 3.1 | Evolução estrutural da receita fiscal em 2015

Após um aumento significativo entre 2010 e 2013, a receita estrutural dos impostos e contribuições sociais em percentagem do PIB tendencial tem-se mantido relativamente estável em valores próximos de 37 por cento, apenas com uma ligeira redução em 2015 (-0,2 p.p.). No que respeita à composição deste agregado, o ano em análise foi caracterizado por uma diminuição do peso, quer dos impostos sobre o rendimento das famílias, quer das contribuições sociais e por um aumento dos impostos sobre o rendimento das empresas e sobre a produção e a importação (Gráfico 1).

O referencial teórico utilizado é o desenvolvido no âmbito do Eurosistema para desagregar a evolução estrutural dos principais impostos e das contribuições sociais em diferentes componentes³². Nesse sentido, é apresentado o impacto das alterações legislativas e quantificam-se os efeitos, por um lado, da discrepância entre a variação nominal tendencial da base macroeconómica utilizada e do PIB e, por outro lado, da elasticidade orçamental. Por fim, a evolução que não é explicada pelos efeitos referidos é atribuída ao resíduo.

No que respeita à tributação indireta, o rácio da receita dos impostos sobre a produção e a importação no PIB tendencial aumentou, em termos estruturais, 0,1 p.p. em 2015. Esta evolução teve lugar não obstante um contributo negativo da receita do IVA (-0,1 p.p. do PIB tendencial). Num ano em que não se registaram alterações legislativas com impacto considerável na receita deste imposto, esta ligeira redução em percentagem do PIB tendencial advém do menor crescimento do consumo privado em relação ao do PIB, ambos medidos em termos nominais tendenciais³³. Por sua vez, a evolução dos outros impostos sobre a produção e a importação conduziu a um aumento estrutural da receita equivalente a 0,2 p.p. do PIB tendencial, situando-se aquém da estimativa para o impacto das alterações legislativas (0,4 p.p.). Estas alterações incluíram o aumento da contribuição do serviço rodoviário, com impacto estimado na receita do imposto sobre os produtos petrolíferos e energéticos equivalente a 0,1 p.p.. Relativamente às restantes alterações, importa referir que estas foram bastante dispersas e o seu impacto seria à partida particularmente difícil de estimar, designadamente na parte que respeita à criação de novas taxas e impostos. A eventual sobrestimação do efeito destas medidas poderá explicar em parte a existência de um resíduo de -0,2 p.p. (Gráfico 2).

A receita dos impostos sobre o rendimento e o património apresentou, em termos estruturais, uma redução de 0,1 p.p. do PIB tendencial, que resultou de uma evolução em sentido oposto do IRS e do IRC. No que respeita aos impostos sobre as famílias, observou-se uma diminuição de receita correspondente a 0,4 p.p. do PIB tendencial que foi significativamente mais acentuada do que o efeito associado às alterações legislativas repercutidas nas taxas de retenção na fonte aplicadas em 2015 (-0,1 p.p.). Note-se que, para além deste efeito, a discrepância entre a evolução nominal tendencial da massa salarial do setor privado e do PIB também contribuiu para esta redução (-0,1 p.p.). Refira-se ainda que a componente que permanece por explicar se cifra em -0,1 p.p. e poderá estar associada à redução do imposto proveniente de taxas liberatórias, por via da quebra generalizada dos juros de aplicações financeiras. Em sentido inverso, o rácio da receita dos impostos sobre as empresas no PIB tendencial aumentou 0,2 p.p., apesar do efeito da redução da taxa de IRC de 25 para 23 por cento, implementada em 2014. De facto, o impacto desta medida foi compensado pelos efeitos de outras alterações legislativas, das quais se destacam o crédito fiscal ao investimento, que afetou os reembolsos de 2014, e a alteração

à tributação de fundos de investimento, que resultou na antecipação para 2015 de receita que seria cobrada em 2016.

Por fim, as contribuições sociais apresentaram uma diminuição estrutural de 0,2 p.p. sendo que a discrepância entre a evolução nominal tendencial da massa salarial e do PIB teve um contributo de -0,1 p.p. para a evolução desta rubrica.

Gráfico 1 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais ^{a)}
| Em pontos percentuais do PIB tendencial

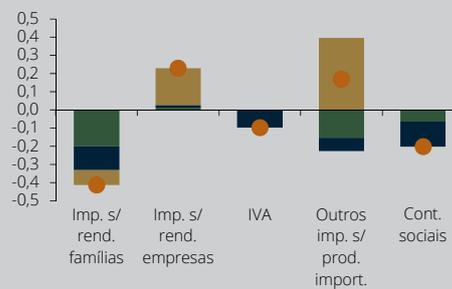


Alterações na legislação
Discrepância entre a base macro e o PIB (em termos nominais tendenciais)
Impacto da elasticidade orçamental
Resíduo
Variação da carga fiscal estrutural

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Para maior detalhe sobre a metodologia subjacente ao cálculo destes contributos ver Kremer *et al.* (2006) e Braz, C. (2006).

Gráfico 2 • Contributos para a variação estrutural dos impostos e contribuições sociais em 2015 ^{a)}
| Em pontos percentuais do PIB tendencial



Alterações na legislação
Discrepância entre a base macro e o PIB (em termos nominais tendenciais)
Impacto da elasticidade orçamental
Resíduo
Total

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Para maior detalhe sobre a metodologia subjacente à elaboração destes contributos ver Kremer *et al.* (2006) e Braz, C. (2006).

4. Oferta

Recuperação moderada da atividade ao longo de 2015

O ano de 2015 caracterizou-se por alguma convergência do PIB *per capita* português face ao nível médio da União Europeia, situando-se este indicador atualmente em cerca de 72 por cento do referido nível médio (Gráfico 4.1)³⁴.

No conjunto do ano, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) a preços de base aumentou 1,1 por cento, representando uma aceleração ligeira em comparação com 2014 (em que cresceu 0,6 por cento). Este aumento consolidou a trajetória de recuperação moderada iniciada no final de 2013 e é, de um modo geral, consistente com a evolução do indicador de sentimento económico (Gráfico 4.2)³⁵. Não obstante, o nível do VAB encontra-se ainda 4,1 por cento abaixo do valor registado em 2008.

O VAB do setor dos serviços aumentou 1,0 por cento em 2015, após uma subida de 0,7 por cento no ano anterior, mantendo a trajetória de recuperação registada desde o início de 2014 (Gráfico 4.3). Este aumento refletiu essencialmente o crescimento de 3,1 por cento da atividade nos subsetores de comércio e reparação de veículos e alojamento e restauração,

traduzindo a conjugação de uma evolução favorável das exportações de turismo com um maior dinamismo da procura interna. De notar ainda que a evolução do VAB foi acompanhada pelo comportamento do indicador de confiança nos serviços (Gráfico 4.4).

Na indústria, o VAB registou em 2015 um aumento de 1,5 por cento em termos homólogos. Ainda assim, este aumento representou uma desaceleração face ao ano anterior em que se evidenciou um crescimento de 1,9 por cento. Este perfil foi, de modo geral, coerente com a evolução do indicador de confiança na indústria

Em 2015, a atividade no setor da construção aumentou 3,7 por cento, em contraste com a queda de 1,4 por cento verificada em 2014, não sendo contudo consistente com a evolução do Indicador de confiança neste setor. Este aumento substancia uma interrupção da tendência de redução da atividade no setor da construção registada nos últimos anos, refletindo um ajustamento estrutural no setor para um nível de atividade inferior, após o elevado investimento em construção realizado em décadas anteriores. O VAB na construção representava no final de 2015 pouco mais de metade do valor registado em 2008.

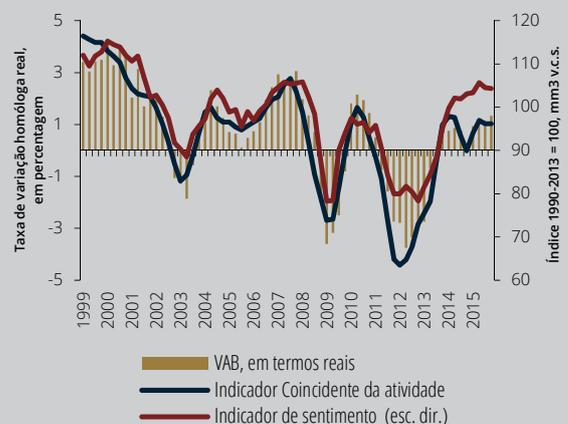
Gráfico 4.1 • PIB *per capita* a preços correntes e corrigido de paridades de poder de compra – Portugal em percentagem da União Europeia (UE15)



Fonte: AMECO.

Nota: UE15 refere-se aos 15 Estados-Membros iniciais da União Europeia.

Gráfico 4.2 • VAB, indicador coincidente da atividade e indicador de sentimento económico



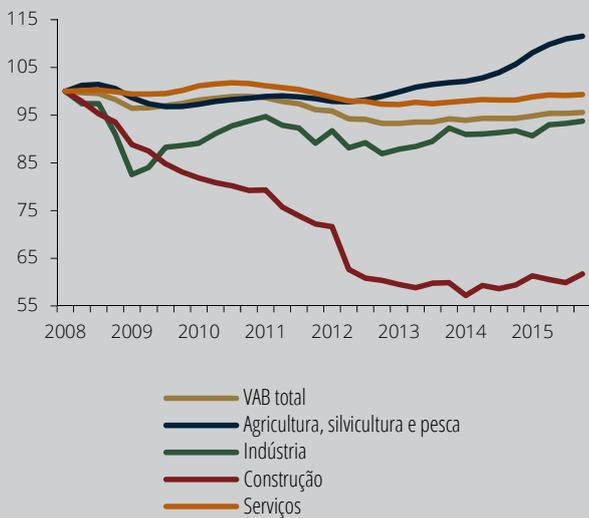
Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

O VAB do setor da agricultura, silvicultura e pescas evidenciou uma dinâmica particularmente positiva nos últimos anos. Em 2015, o VAB neste sector aumentou 6,3 por cento, após um crescimento de 2,6 por cento em 2014. Contudo, este setor representa um peso no total do VAB bastante reduzido (na ordem dos 2.5 por cento).

A evolução do VAB em termos setoriais refletiu-se, em parte, na dinâmica dos fluxos de criação e desaparecimento de empresas. No período de

2008-2014, evidenciou-se uma destruição líquida de empresas particularmente marcada no setor da construção, com uma queda no número de empresas na ordem dos 15 por cento (Gráfico 4.5). Em contraste, o setor dos serviços excluindo Comércio registou um aumento líquido de empresas muito substancial, com um ritmo elevado tanto ao nível da sua criação, como da sua destruição (Gráfico 4.6 e 4.7).

Gráfico 4.3 • Evolução real do vab por principais setores de atividade | Índice 2008 T1=100



Fonte: INE.

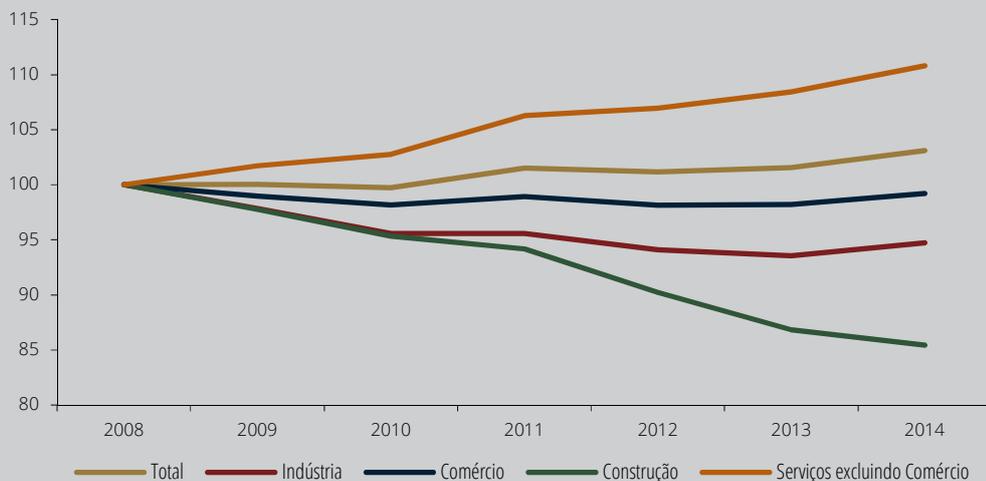
Gráfico 4.4 • Indicadores de confiança | Saldo de respostas extremas (média trimestral)



Fonte: Comissão Europeia.

Nota: Valores corrigidos de sazonalidade.

Gráfico 4.5 • Evolução do número de empresas | Índice 2008 =100



Fonte: Banco de Portugal.

Tendência de diminuição da população e da população ativa

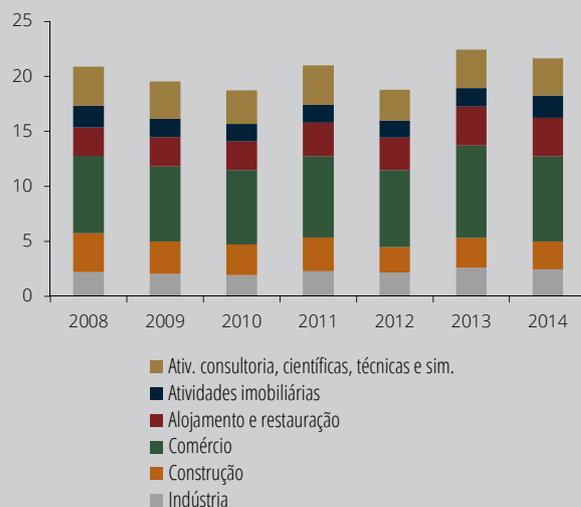
Em 2015, continuou a observar-se uma redução da população residente e da população ativa, que caíram 0,5 e 0,6 por cento, respetivamente (Quadro 4.1). Esta evolução é particularmente notória no grupo etário dos 25 aos 34 anos, em que a população residente diminuiu 2,8 por cento, enquanto a população ativa registou uma redução na ordem dos 3,1 por cento (quedas, ainda assim, menos acentuadas do que nos últimos anos). Em termos acumulados entre 2011 e 2015, verificou-se uma queda muito substancial da população e da população ativa, em cerca de 200 e 230 mil indivíduos, respetivamente (Gráfico 4.8).

A evolução demográfica descrita relaciona-se em grande medida com a dinâmica recente dos fluxos migratórios. Desde 2011, o saldo migratório tem registado um valor negativo, refletindo sobretudo um aumento muito expressivo do número de emigrantes permanentes (cerca de 200 mil indivíduos no período entre 2011 e 2014)³⁶.

Melhoria das condições do mercado de trabalho num contexto de evolução moderada da atividade económica e baixo crescimento dos salários ao longo de 2015

A evolução do mercado de trabalho no ano de 2015 continuou a caracterizar-se por um aumento do emprego e uma descida marcada da taxa de desemprego, mantendo o perfil de melhoria verificado a partir do segundo trimestre de 2013, ainda num quadro de marcada moderação salarial. De acordo com os dados disponibilizados pelo Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social, as remunerações médias declaradas à Segurança Social registaram um crescimento de 0,5 por cento em 2015 (0,3 por cento em 2014). O baixo crescimento das remunerações estará principalmente associado ao nível ainda elevado da taxa de desemprego e a uma evolução muito mitigada da produtividade (ver abaixo). Tal contenção salarial encontra expressão no número bastante reduzido de instrumentos de regulamentação coletiva negociados, em particular

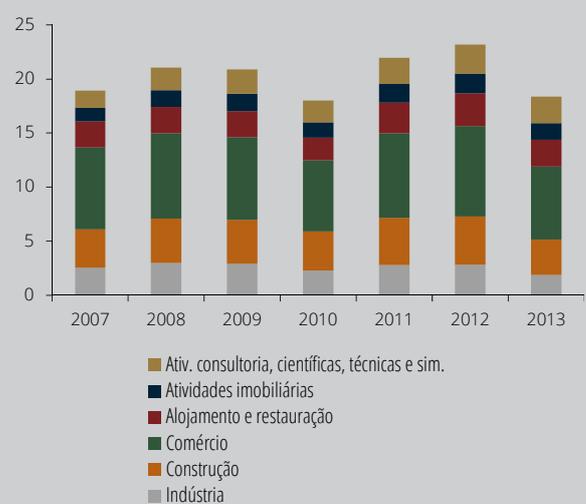
Gráfico 4.6 • Nascimento de empresas
| Milhares de empresas



Fonte: Banco de Portugal

Nota: O setor dos Serviços, excluindo Comércio, inclui as seguintes atividades: Alojamento e Restauração; Atividades Imobiliárias e Ativ. Consultoria, Científicas, Técnicas e Sim. Uma nova empresa é aquela que iniciou atividade no período de referência. Uma empresa extinta é aquela que cessou atividade no período de referência.

Gráfico 4.7 • Mortalidade de empresas
| Milhares de empresas



de âmbito setorial, não obstante um ligeiro aumento face ao valor mínimo registado em 2012. Este facto é tanto mais relevante sabendo-se que os salários de cerca de 90 por cento dos trabalhadores por conta de outrem são definidos no âmbito destes instrumentos. Sublinhe-se que a evolução dos salários em 2015 foi influenciada pelo aumento do salário

mínimo nacional em 1 de outubro de 2014, de 485 para 505 euros (aumento de 4.1 por cento). Esta variação no salário mínimo terá contribuído para o aumento ligeiro das remunerações médias na economia em 2015, uma vez que uma parcela relevante dos trabalhadores se encontrou abrangida por esta medida.

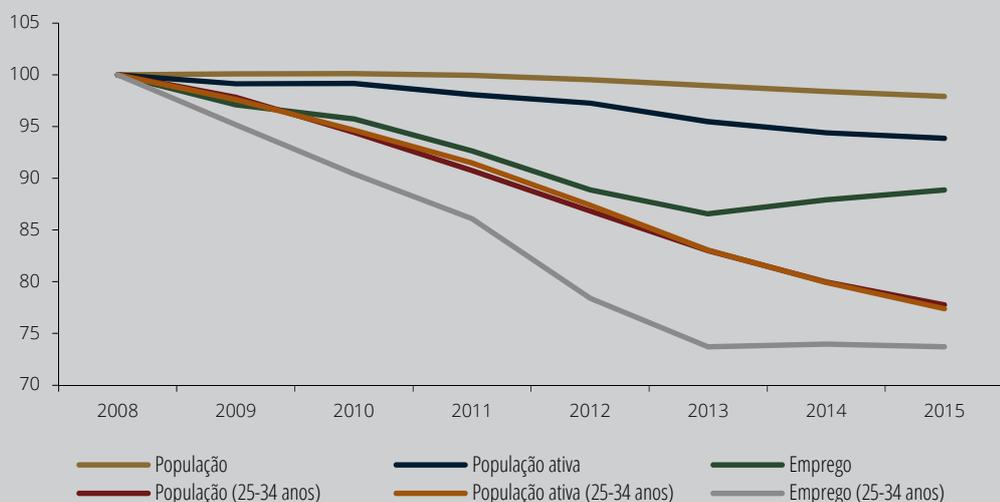
Quadro 4.1 • População, emprego e desemprego | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	Milhares de indivíduos em 2014	Anos			Semestres		
		2013	2014	2015	S2 2014	S1 2015	S2 2015
População	10 337	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
População 25-34 anos	1211	-4,4	-3,6	-2,8	-3,5	-2,9	-2,7
População ativa	5195	-1,8	-1,1	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5
População ativa 25-34 anos	1084	-5,0	-3,8	-3,1	-4,0	-3,2	-3,1
Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)		73,0	73,2	73,4	73,3	73,3	73,5
Emprego total	4549	-2,6	1,6	1,1	1,3	1,3	0,9
Emprego por conta de outrem	3711	-2,4	4,4	2,8	5,1	3,6	1,9
Emprego por conta própria	815	-3,3	-8,2	-5,7	-11,9	-7,7	-3,6
Desemprego total	647	2,3	-15,1	-11,0	-14,8	-12,1	-9,7
Taxa de desemprego (em % da população ativa)		16,2	13,9	12,4	13,3	12,8	12,1
Taxa de desemprego 25-34 anos (em % da população ativa)		19,0	15,5	13,1	14,4	13,6	12,5
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total)		62,1	65,5	63,5	65,7	64,3	62,7
Inativos desencorajados (em % da população ativa)		5,2	5,2	5,0	5,4	4,8	5,2

Fonte: INE, Ministério do Emprego e da Segurança Social.

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

Gráfico 4.8 • Total e grupo etário (25-34 anos) | Índice 2008 = 100



Fonte: Inquérito ao Emprego.

Redução marcada da taxa de desemprego, permanecendo ainda em níveis muito elevados

De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, o número total de desempregados em 2015 registou uma queda de 11,0 por cento, representando ainda assim uma redução menos pronunciada do que em 2014 (15,1 por cento). Em 2015, a taxa de desemprego situou-se em 12,4 por cento, um nível próximo do observado em 2011, traduzindo uma diminuição acentuada face ao valor de 13,9 por cento registado em 2014. A redução do número total de desempregados surge particularmente marcada no grupo com idades compreendidas entre os 25 e os 34 anos (Quadro 4.1). De referir ainda que a proporção de indivíduos desempregados a receber subsídio de desemprego se situou em 2015 em 30,7 por cento, o que compara com 31,4 por cento em 2014 (Gráfico 4.9)³⁷.

Adicionalmente, o número de indivíduos desencorajados, isto é, indivíduos que não procuram ativamente emprego mas que estão disponíveis para trabalhar, representou em 2015 cerca de 5,0 por cento da população ativa, sendo ligeiramente abaixo do valor registado em 2013 e 2014 (5,2 por cento). Ainda assim, estes inativos abrangem um total de cerca de 250 mil indivíduos.

Um dos elementos mais gravosos da evolução do mercado de trabalho português nos últimos anos tem sido o nível muito elevado de desemprego de longa duração, que tende a provocar uma depreciação acentuada do capital humano, com efeitos adversos no crescimento potencial da economia. Neste âmbito, o número de indivíduos desempregados à procura de emprego há mais de 12 meses registou, em 2015, uma queda de 13,7 por cento, mais acentuada face à registada em 2014 (10,4 por cento). Ainda assim, o peso do desemprego de longa duração no desemprego total mantém-se num nível muito alto (63,5 por cento em 2015, que corresponde a cerca de 415 mil indivíduos). Este nível torna-se particularmente relevante uma vez que abrange especialmente os desempregados à procura de emprego

há mais de 25 meses (cerca de 72 por cento do desemprego de longa duração). No mesmo sentido, o número de indivíduos desempregados à procura de emprego há menos de 12 meses registou em 2015 uma queda de 5,7 por cento (diminuição de 15,3 e 22,9 por cento em 2013 e 2014, respetivamente) (Gráfico 4.10).

O emprego registou uma evolução positiva, embora se mantenha em níveis historicamente baixos

De acordo com o Inquérito ao Emprego, o emprego total aumentou 1,1 por cento em 2015, após um aumento de 1,6 por cento no ano anterior. Esta evolução reflete o crescimento do emprego por conta de outrem (2,8 por cento) dado que o emprego por conta própria registou uma queda pronunciada (5,7 por cento). Apesar da tendência crescente do emprego iniciada em 2014, os seus níveis mantêm-se historicamente baixos, na sequência da forte queda observada entre 2008 e 2013 (que, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, correspondeu a cerca de 630 mil indivíduos). No que se refere ao emprego nas administrações públicas, de acordo com a informação da Direção Geral da Administração e Emprego Público, o número de funcionários públicos terá diminuído, ainda que de forma menos pronunciada do que nos anos recentes.

A produtividade aparente do trabalho registou uma variação mitigada em 2015

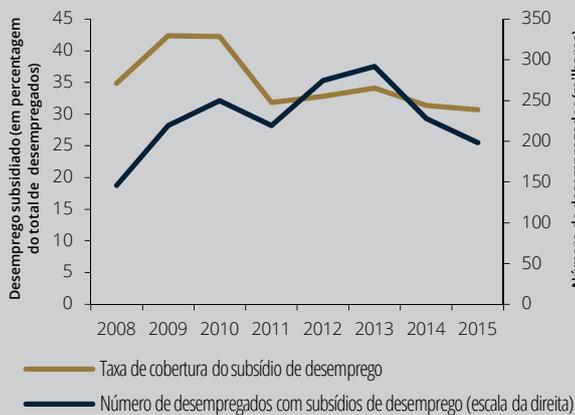
A atual fase de recuperação da economia portuguesa caracteriza-se por uma dinâmica atípica quando considerada no contexto de recuperações anteriores. Neste caso, a recuperação surge associada a uma queda na produtividade aparente do trabalho, refletindo uma dinâmica mais favorável do emprego do que a do VAB, mas em que ambas as variáveis apresentam crescimentos muito moderados (Gráfico 4.11)³⁸. Ainda em contraste com os episódios recessivos anteriores, registou-se um crescimento

da produtividade aparente durante a fase de queda da atividade económica, num quadro de forte destruição de emprego nesse período.

A dinâmica atual da produtividade aparente do trabalho surge num contexto de reduzido crescimento potencial da economia, enquadrado

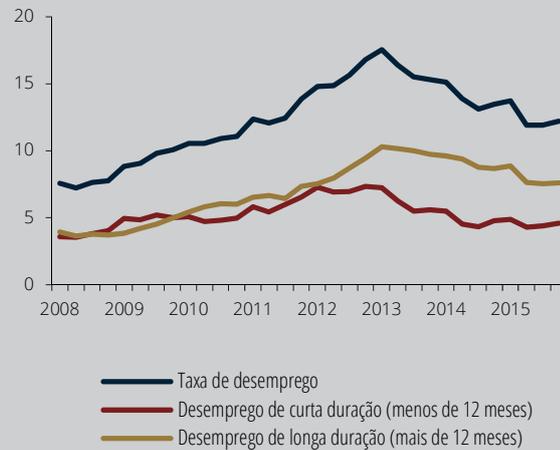
pela existência de um conjunto de dificuldades no funcionamento de alguns mercados, bem como na acumulação e utilização dos fatores produtivos. Tal dinâmica põe em evidência a necessidade de um aprofundamento das reformas estruturais nestes domínios.

Gráfico 4.9 • Número de desempregados com subsídio de desemprego e taxa de cobertura



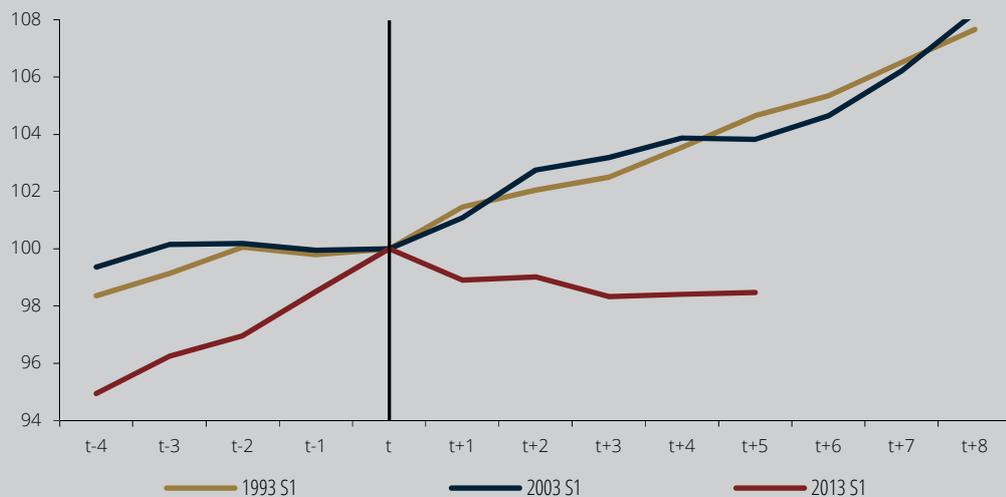
Fonte: Inquérito ao Emprego.

Gráfico 4.10 • Taxa de desemprego – desemprego de longa e curta duração | Em percentagem da população ativa



Fonte: Inquérito ao Emprego.

Gráfico 4.11 • Produtividade aparente do trabalho nas últimas recessões e recuperações
| Valores semestrais, mínimo da atividade – semestre $t = 100$



Fonte: INE e cálculos Banco de Portugal.

Nota: A produtividade aparente do trabalho foi calculada com base no VAB, exceto na recessão de 1992, em que foi calculada com base no PIB. O momento t corresponde ao semestre imediatamente anterior ao início da recuperação do PIB em cada uma das três recessões, que coincidem com os primeiros semestres de 1993, 2003 e 2013.

5. Procura

Manutenção do perfil de recuperação moderada do PIB, com um crescimento em linha com a média da área do euro

Em 2015, o PIB registou um aumento em termos reais de 1,5 por cento (Quadro 5.1). Embora superior ao verificado em 2014 (em 0,6 p.p.), o ritmo de recuperação da economia portuguesa manteve-se relativamente moderado, em particular tendo em conta a profundidade da contração verificada entre 2011 e 2013. Neste contexto, o PIB em 2015 situou-se 5,7 por cento abaixo do nível observado em 2008 (Gráfico 5.1). Tal como em 2014, o crescimento da atividade económica em Portugal foi idêntico ao registado em média na área do euro, traduzindo-se num diferencial de crescimento nulo pelo segundo ano consecutivo (Gráfico 5.2).

Dadas as importantes alterações demográficas que se verificaram nos últimos anos, a análise da

evolução do PIB *per capita* ganha uma importância acrescida (Secção 4). Neste âmbito, o PIB *per capita* terá crescido 2,0 por cento em 2015 (1,5 por cento em 2014), o que se reflete num hiato entre a evolução do PIB, que registou um crescimento de 1,5 por cento, e do PIB *per capita* em Portugal (Gráfico 5.3)³⁹.

A aceleração da atividade em 2015 estendeu-se à generalidade das componentes da procura interna, com destaque para o consumo de bens não duradouros. Refira-se igualmente a evolução favorável da FBCF em construção, que apresentou um crescimento em 2015, após quedas consecutivas desde 2002. As exportações de bens e serviços mantiveram-se como a componente mais dinâmica da procura global, com um crescimento em volume de 5,2 por cento (3,9 por cento em 2014), embora a aceleração verificada face ao ano anterior reflita em larga medida um efeito temporário que provocou um forte crescimento em volume das exportações de bens energéticos.

Quadro 5.1 • PIB e principais componentes da despesa | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	% do PIB em 2015	2013	2014	2015	2014		2015		
					T4	T1	T2	T3	T4
PIB	100	-1,1	0,9	1,5	0,6	1,7	1,5	1,4	1,3
Procura interna	99	-2,0	2,2	2,5	1,7	1,8	3,7	2,1	2,2
Consumo privado	66	-1,2	2,2	2,6	2,0	2,6	3,3	2,3	2,4
Consumo público	18	-2,0	-0,5	0,6	-1,1	-0,2	1,1	0,8	0,7
Investimento	15	-5,1	5,5	3,9	4,3	1,3	8,8	2,4	3,4
FBCF	15	-5,1	2,8	3,9	2,8	8,6	5,2	2,0	0,2
Variação de existências ^(a)		0,0	0,4	0,0	0,2	-1,1	0,5	0,1	0,5
Exportações	40	7,0	3,9	5,2	5,6	7,1	7,1	4,0	2,6
Importações	40	4,7	7,2	7,4	8,5	7,3	12,5	5,4	4,8
Contributo da procura interna ^(a)		-2,0	2,2	2,5	1,7	1,9	3,7	2,1	2,3
Contributo das exportações ^(a)		2,6	1,6	2,1	2,3	2,8	2,9	1,6	1,1
Contributo das importações ^(a)		-1,8	-2,9	-3,1	-3,4	-3,0	-5,2	-2,3	-2,1
<i>Por memória:</i>									
PIB – variação em cadeia					0,4	0,5	0,4	0,1	0,2
Procura interna exc. variação de existências		-2,0	1,8	2,5	1,5	2,9	3,2	2,0	1,8

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

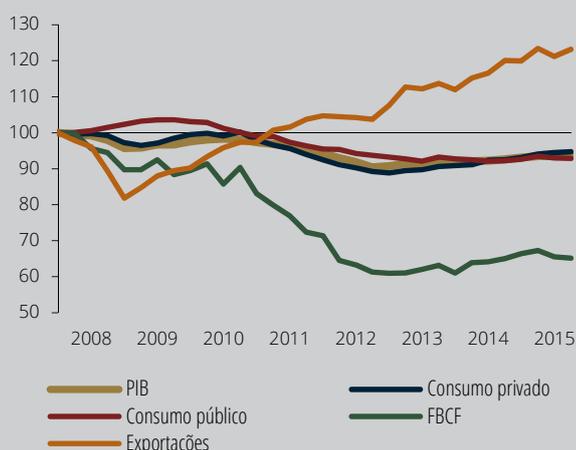
Nota: (a) Contributo para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais.

A manutenção do forte dinamismo de algumas componentes da procura interna com elevado conteúdo importado – como o consumo privado de bens duradouros ou a FBCF em material de transporte – a par da aceleração das exportações de bens energéticos, traduziu-se na continuação de um crescimento robusto das importações em 2015.

No conjunto do ano, o crescimento do PIB refletiu um contributo da procura interna de 2,5 p.p. e de 2,1 p.p. das exportações, com as importações a terem um contributo negativo para o

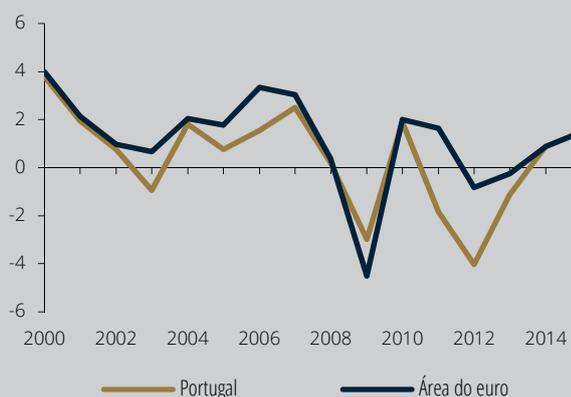
crescimento do PIB de 3,1 p.p. Considerando as componentes da procura líquidas de importações (deduzindo a cada componente da procura uma estimativa das importações necessárias para satisfazer essa procura), estima-se que o contributo da procura interna tenha ascendido a 1,1 p.p. e que o contributo das exportações para o crescimento do PIB se tenha situado em 0,4 p.p., o que traduz um aumento do contributo da procura interna e uma ligeira diminuição do contributo das exportações face a 2014 (Gráfico 5.4).

Gráfico 5.1 • Evolução do PIB e das suas principais componentes | Índice 2008 T1=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5.2 • Crescimento do PIB em Portugal e na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem



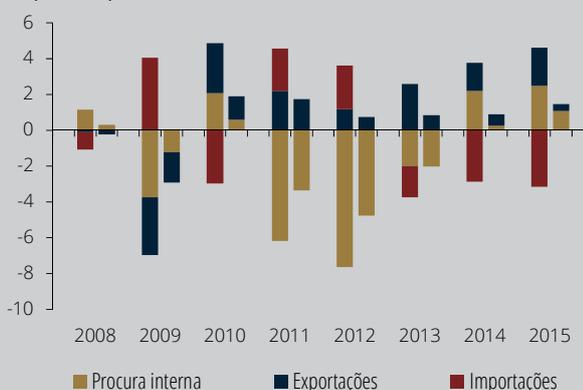
Fontes: Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5.3 • Evolução do PIB e do PIB *per capita* em Portugal | Índice 2011 T1=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5.4 • Contributo da procura interna e das exportações para o crescimento do PIB | Valores brutos e líquidos de importações, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

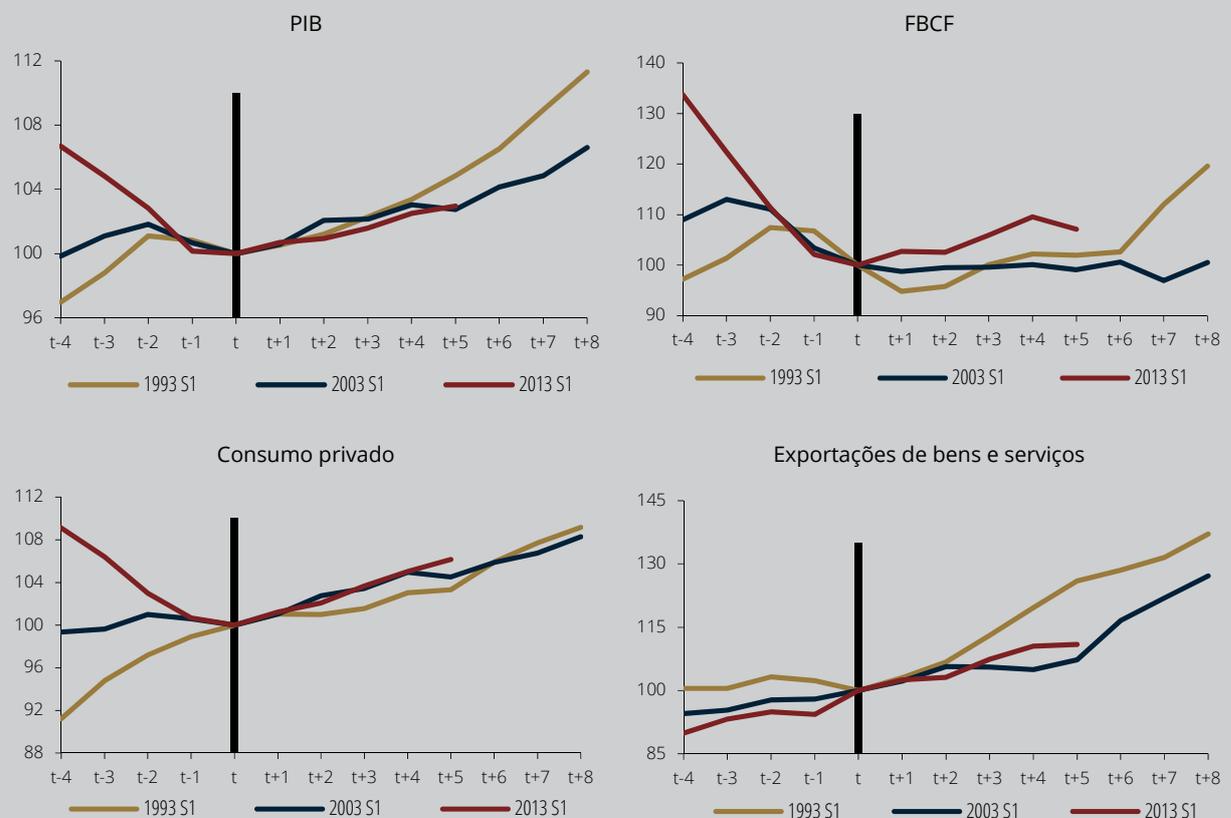
Trajetória intra-anual de desaceleração da procura, particularmente notória no investimento em máquinas, nas exportações e no consumo de bens duradouros

A evolução do PIB em 2015 tem subjacente um perfil de desaceleração da procura interna e das exportações de bens e serviços na segunda metade do ano. Há a destacar em particular a queda da FBCF em máquinas e equipamentos e a desaceleração do consumo de bens duradouros e das exportações de bens e serviços no segundo semestre do ano. Em virtude da desaceleração do PIB ter sido mais acentuada em componentes com maior conteúdo importado, as importações

de bens e serviços registaram igualmente um abrandamento na segunda metade do ano.

Quando comparado com outros episódios recessivos, o comportamento da atividade económica nos anos mais recentes caracteriza-se por um perfil de recuperação do PIB relativamente moderado, semelhante ao observado após a recessão de 2003, apesar da maior profundidade da contração registada na última recessão. O consumo privado tem evidenciado uma trajetória semelhante à verificada após as recessões anteriores, enquanto a FBCF tem apresentado um maior dinamismo, compreensível dada a sua forte queda no último episódio recessivo. As exportações de bens e serviços, por seu turno, embora apresentando um crescimento robusto, revelam um dinamismo inferior ao verificado, designadamente após a recessão de 1993, o que poderá estar

Gráfico 5.5 • Trajetória de recuperação do PIB e das suas principais componentes nas últimas recessões e recuperações | Valores semestrais, mínimo da atividade = semestre $t = 100$



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O momento t nos quatro gráficos corresponde ao semestre imediatamente anterior ao início da recuperação do PIB em cada uma das três recessões, que coincidem com os primeiros semestres de 1993, 2003 e 2013.

relacionado com a evolução mais moderada da procura externa (Gráfico 5.5).

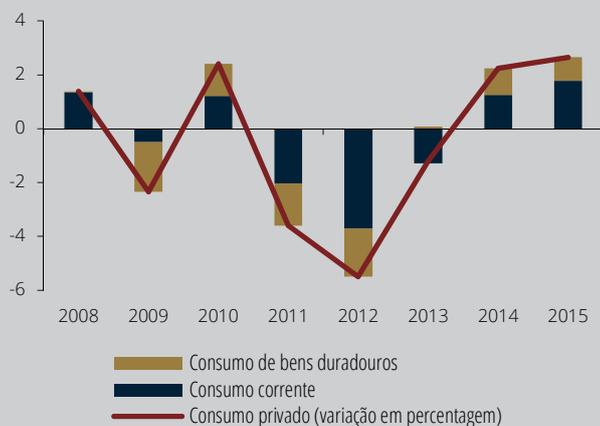
Manutenção da trajetória de recuperação do consumo privado num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho e de redução dos níveis de endividamento das famílias

Em 2015, o consumo privado registou um crescimento de 2,6 por cento (2,2 por cento em 2014). O principal contributo para a aceleração do consumo privado em 2015 adveio do maior dinamismo do consumo de bens não duradouros, em particular da componente não alimentar (Gráfico 5.6). Apesar da desaceleração observada, o consumo de bens duradouros manteve um crescimento robusto, com destaque para a continuação do crescimento significativo das vendas de automóveis ligeiros de passageiros. No entanto, apesar da recuperação apresentada nos últimos três anos, as vendas de automóveis em 2015 permaneceram abaixo da média dos últimos vinte anos (Gráfico 5.7). Sublinhe-se

ainda que o perfil do crédito para a aquisição de veículos novos tem mimetizado a trajetória de forte dinamismo das compras destes veículos desde 2013.

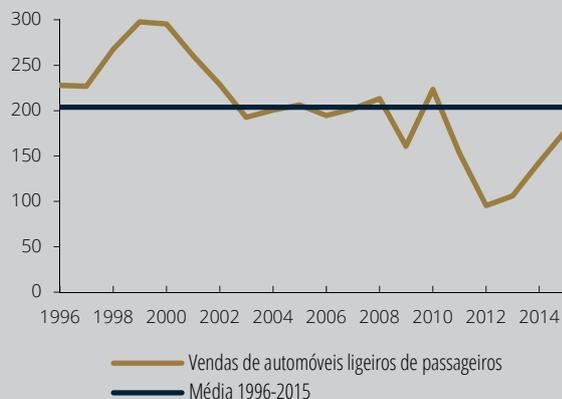
O comportamento do consumo privado terá refletido a recuperação moderada do rendimento disponível das famílias em 2015, bem como uma evolução favorável da confiança dos consumidores e expectativas de aumento do rendimento permanente. Neste quadro, é de sublinhar o crescimento mais acentuado dos novos créditos ao consumo. Entre os fatores que explicam a aceleração do rendimento disponível destaca-se a manutenção da trajetória de queda da taxa de desemprego e de aumento do emprego em 2015, ainda que num cenário de marcada moderação salarial, a menor queda do emprego público e a aceleração das transferências para as famílias, que estão tipicamente associadas a uma maior propensão para consumir. Importa referir igualmente o efeito potencial da redução do serviço da dívida das famílias no período recente, no contexto de uma expressiva diminuição das taxas de juro do crédito à habitação, basicamente explicada pela evolução das taxas Euribor.

Gráfico 5.6 • Decomposição da variação real do consumo privado | Contributo, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5.7 • Vendas de veículos ligeiros de passageiros | Milhares de veículos, valores anuais



Fontes: ACAP e cálculos do Banco de Portugal.

Não obstante o forte dinamismo do consumo privado no conjunto do ano, observou-se uma desaceleração no segundo semestre, para o que contribuiu em larga medida a desaceleração do consumo de bens duradouros. É de destacar, em particular, as vendas de veículos automóveis que, após um crescimento de 32,8 por cento no primeiro semestre, apresentaram um crescimento mais moderado na segunda metade do ano (16,1 por cento).

· Aceleração da FBCF embora com um comportamento heterogéneo entre as diversas componentes

Em 2015, o investimento registou um crescimento em volume de 3,6 por cento – um valor inferior em 1,9 p.p. face ao registado em 2014. Importa referir, no entanto, que a evolução do investimento, em particular no primeiro trimestre do ano, foi afetada negativamente pelo contributo negativo muito significativo da variação de existências, que refletiu em grande parte o efeito de base resultante da acumulação de *stocks* associada aos fluxos de comércio

internacional de combustíveis na primeira metade de 2014. Neste contexto, refira-se que a FBCF apresentou um crescimento em 2015 de 3,9 por cento, após 2,8 por cento em 2014.

A evolução mais favorável da FBCF em 2015 é consistente com a redução da percentagem de empresas que afirma ter tido limitações ao investimento. Tendo por base a informação para o ano anterior do Inquérito ao Investimento divulgado em janeiro de cada ano, esta percentagem situava-se em 58,4 por cento, em 2013, tendo aumentado ligeiramente para 58,9 por cento, em 2014, e voltado a diminuir para 54,2 por cento, em 2015. Muito embora a deterioração das perspectivas de venda permaneça como o principal fator limitativo ao investimento apontado pelas empresas, o respetivo peso relativo tem diminuído por contrapartida do aumento de outros fatores como a rentabilidade dos investimentos ou a capacidade de autofinanciamento (Gráfico 5.8).

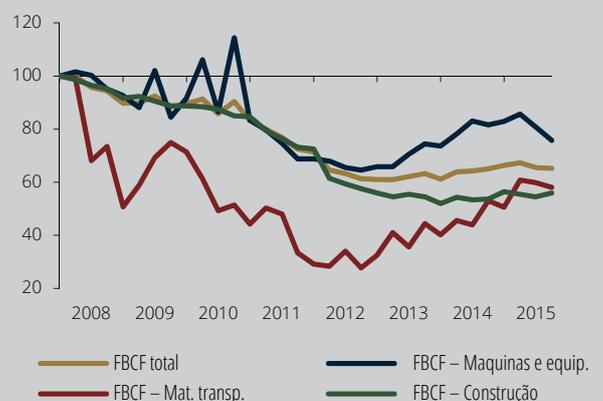
Num contexto de melhoria das condições de financiamento, de necessidade de reposição do *stock* de capital e de consolidação das perspectivas de crescimento da procura interna e da procura externa dirigida à economia portuguesa, a FBCF manteve-se como uma das componentes

Gráfico 5.8 • Principal fator limitativo ao investimento
| Em percentagem das empresas que afirmam ter limitações ao investimento



Fonte: INE.

Gráfico 5.9 • Evolução da FBCF por tipo de investimento
| Índice 2008T1=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

mais dinâmicas da procura global durante a primeira metade de 2015. No entanto, no segundo semestre, a FBCF apresentou um perfil claramente descendente, que foi particularmente marcado no último trimestre, com uma variação em termos homólogos de 0,2 por cento. O menor dinamismo da FBCF na segunda metade do ano foi especialmente acentuado na componente de máquinas e equipamentos (Gráfico 5.9), que apresentou quedas em termos homólogos nos terceiro e quarto trimestres (2,9 e 7,1 por cento, respetivamente)⁴⁰. A evolução desfavorável desta componente do investimento poderá estar associada ao aumento da incerteza a nível internacional e a nível interno na segunda metade de 2015, que terá levado ao adiamento de algumas decisões de investimento, bem como à ausência de pressão no sentido do aumento da capacidade produtiva (Gráfico 5.10).

Embora desacelerando do primeiro para o segundo semestre, a FBCF em material de transporte manteve um crescimento robusto, enquanto a FBCF em construção continuou a apresentar taxas de variação positivas ao longo do ano, após quedas sucessivas em termos médios anuais desde 2002. No conjunto do ano, a FBCF em material de transporte registou um crescimento de 25,4 por cento (18,8 por cento em 2014), enquanto a FBCF em construção cresceu 4,1 por cento (-3,2 por cento em 2014). O dinamismo desta última componente foi particularmente notório na primeira metade do ano, refletindo parcialmente o efeito de base que decorreu das condições meteorológicas adversas observadas no início de 2014. A evolução mais favorável da FBCF em construção em 2015 ocorreu a par de um aumento dos preços da habitação em termos reais, depois das quedas acentuadas observadas nos últimos anos.

Por sector institucional, é de sublinhar o crescimento do investimento público em 2015, apesar do peso relativamente reduzido desta componente, depois das quedas acentuadas nos quatro anos anteriores. Por seu turno, de acordo com as estimativas atuais, o investimento empresarial, depois de ter observado um perfil de clara recuperação desde o final de 2013, apresentou uma redução acentuada na segunda metade de 2015, a qual foi particularmente marcada no

último trimestre do ano, com uma queda em termos homólogos de 1,8 por cento.

O comportamento do investimento empresarial nos próximos anos deverá ser condicionado pelas expectativas de crescimento da procura interna, pela evolução da procura externa e pela necessidade de ajustamento dos balanços das empresas face ao seu elevado nível de endividamento. Neste contexto, conforme já observado após a contração da atividade económica em 2003, poderá não ocorrer uma recuperação do investimento tão dinâmica como a que é tipicamente observada nos períodos pós-recessivos. Além disso, entre os fatores condicionantes das decisões de investimento por parte das empresas, destaca-se o nível de qualificação da mão-de-obra, pela sua complementaridade com o investimento em capital físico, o quadro institucional existente, em particular ao nível da flexibilidade dos mercados, e a previsibilidade do sistema fiscal.

Dado que as decisões de investimento são avaliadas num contexto global e que se têm operado reafectações significativas de recursos na economia portuguesa, o enquadramento das decisões de investimento será igualmente influenciado pela forma como continuarão a ser corrigidos os desequilíbrios da economia e pela concretização das reformas estruturais necessárias ao aumento da produtividade. Num quadro de crescente integração das empresas portuguesas na economia global, merecem relevo os fatores que podem condicionar a sua competitividade. Entres estes fatores destacam-se os chamados custos de contexto⁴¹. Importa referir que de acordo com o *Inquérito aos Custos de Contexto*, conduzido pelo INE em 2015, foi no sistema judicial que as empresas identificaram os maiores obstáculos à sua atividade, seguindo-se os licenciamentos e o sistema fiscal.

... Aceleração das exportações em 2015, com um crescimento acentuado das exportações de bens energéticos

As exportações de bens e serviços mantiveram um elevado dinamismo em 2015, com um crescimento em volume de 5,2 por cento

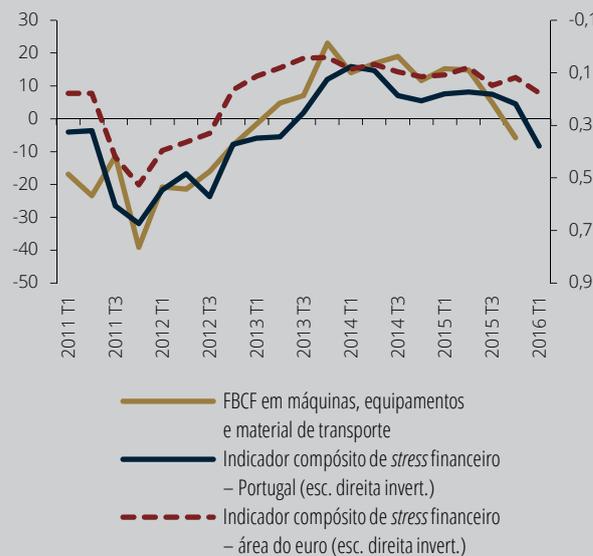
(superior em 1,3 p.p. face a 2014). Esta evolução reflete a aceleração das exportações de bens, para 5,6 por cento (2,9 por cento em 2014), e a desaceleração das exportações de serviços, para 4,2 por cento (6,3 por cento em 2014).

A manutenção do elevado dinamismo das exportações de bens em 2015 deveu-se em larga medida ao comportamento da componente de bens energéticos (Gráfico 5.11) que, no conjunto de 2015, apresentou um crescimento em volume de 35,9 por cento, contrastando com uma queda de 12,2 por cento no ano anterior. Esta evolução refletiu em parte o efeito de base associado ao encerramento temporário de uma importante unidade de refinação na primeira metade de 2014. O crescimento significativo em volume das vendas de bens energéticos em 2015 ocorreu a par de uma queda acentuada dos preços dos combustíveis (secção 7)⁴². Excluindo os bens energéticos, as exportações de bens registaram um crescimento em volume de 2,7 por cento (4,6 por cento em 2014). Para esta desaceleração contribuiu de forma importante

a queda acentuada das exportações de bens para Angola, que em termos nominais se situou em 33,8 por cento (Caixa “Exposição da economia portuguesa a Angola”).

Na evolução das exportações de bens em 2015 destaque-se o elevado dinamismo das exportações de material de transporte, nomeadamente de veículos automóveis, assim como de alguns grupos de produtos, com realce para as máquinas e aparelhos e para a pasta, papel e cartão. Por mercado de destino, destaca-se o crescimento significativo das exportações para Espanha em 2015. É igualmente de destacar o crescimento significativo das exportações intracomunitárias, em particular para o Reino Unido e França. As exportações extracomunitárias de bens, por seu turno, registaram uma queda em 2015, para o que contribuiu a forte redução das exportações para Angola. Excluindo as vendas para Angola, as exportações de bens para países não pertencentes à União Europeia registaram uma variação positiva, para o que terá

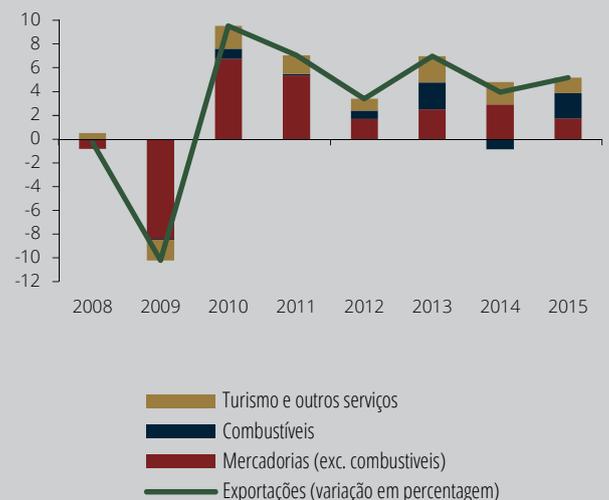
Gráfico 5.10 • Evolução da FBCF em máquinas, equipamentos e material de transporte e indicador composto de *stress* financeiro | Taxa de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Para uma descrição detalhada da metodologia subjacente ao cálculo do Indicador Composto de *Stress* Financeiro veja-se: Braga *et al.* (2014). “Indicador Composto de *Stress* Financeiro para Portugal”, Banco de Portugal, *Artigos de Estabilidade Financeira*, n.º 1.

Gráfico 5.11 • Decomposição da variação real das exportações de bens e serviços | Contributo, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

contribuído a depreciação do euro em termos efetivos nominais desde meados de 2014.

Em 2015, as exportações de serviços registaram um crescimento em volume de 4,2 por cento, o que se traduz numa desaceleração de 2,1 p.p. em relação ao ano anterior. Embora desacelerando face a 2014, as exportações de serviços de turismo mantiveram um elevado dinamismo em 2015, com um crescimento real de 8,0 por cento (11,7 por cento em 2014). Este comportamento é consistente com a evolução das receitas nominais de turismo e do número de dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros nacionais (Gráfico 5.12)⁴³. As exportações de outros serviços excluindo o turismo registaram um crescimento em 2015 de 1,3 por cento, após 2,6 por cento em 2014.

O crescimento em volume das exportações de bens e serviços em 2015 foi superior ao da procura externa dirigida à economia portuguesa, contrastando com o observado em 2014 (Gráfico 5.13). Sublinhe-se que o indicador de procura externa habitualmente utilizado pelo Banco de Portugal, calculado com base na informação

utilizada no âmbito do Eurosistema, não reflete a importância relativa do comércio externo com Angola. Uma re-estimação da procura externa tendo em conta o peso efetivo de Angola e a evolução das suas importações revela naturalmente um crescimento menos expressivo em 2015, implicando um ganho de quota superior. No entanto, o ganho de quota em 2015 está influenciado em larga medida pelos já referidos fatores de natureza temporária que afetaram as exportações de bens energéticos em 2014 e 2015. Excluindo este tipo de bens, as exportações de bens e serviços apresentaram um crescimento médio, nestes dois anos, globalmente em linha com a evolução da procura externa. Tal configura um comportamento menos favorável das quotas de mercado das exportações portuguesas face ao observado no período entre 2011 e 2013, o que é corroborado por uma análise mais detalhada das quotas de mercado por mercados de exportação e produtos (Caixa “Quotas de mercado das exportações portuguesas de bens no período recente: uma análise numa amostra de mercados de exportação”).

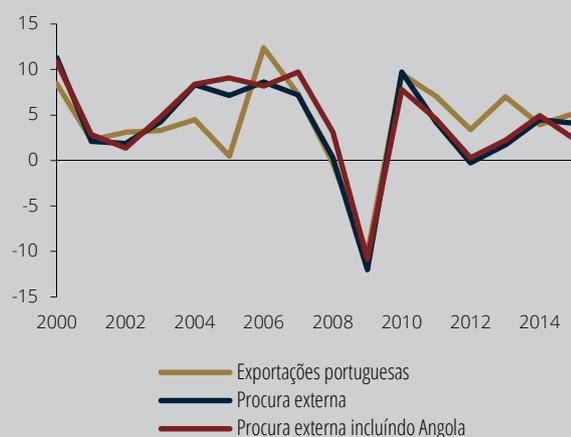
Gráfico 5.12 • Evolução das receitas nominais de turismo e do número de dormidas de não residentes | Taxa de variação homóloga, em percentagem

Valores mensais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5.13 • Exportações de bens e serviços e procura externa | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O indicador de procura externa corrigido pela importância do comércio externo com Angola corresponde à média ponderada (pelo peso das exportações) entre o indicador de procura externa calculado pelo BCE e as importações em volume de bens e serviços da economia angolana.

Aceleração das importações de bens e serviços, com destaque para o crescimento acentuado das importações de bens energéticos em termos reais

Em 2015, as importações de bens e serviços apresentaram um crescimento em volume de 7,4 por cento (7,2 por cento em 2014). Esta evolução traduz a aceleração das importações de bens e um menor dinamismo das importações de serviços (Gráfico 5.14). Com efeito, no conjunto do ano, as importações de bens registaram um crescimento real de 7,9 por cento (6,7 por cento em 2014), enquanto as importações de serviços cresceram 4,8 por cento (9,9 por cento em 2014).

O crescimento das importações de bens em 2015 refletiu a manutenção do forte dinamismo de algumas componentes da procura interna com elevado conteúdo importado – como o consumo de bens duradouros ou a FBCF em material de transporte – a par do forte crescimento das exportações de bens energéticos. No conjunto do ano, há a destacar o crescimento

significativo das importações de bens energéticos (15,0 por cento em volume, após uma queda de 1,1 por cento em 2014), em particular no segundo trimestre do ano. Excluindo os bens energéticos, as importações de bens registaram um crescimento de 6,4 por cento em 2015, sendo de realçar o crescimento significativo das importações de produtos farmacêuticos, em particular no segundo trimestre do ano. Em termos nominais, as importações de produtos farmacêuticos apresentaram um crescimento homólogo de 42,2 por cento no segundo trimestre do ano⁴⁴.

A evolução das importações em 2015 tem subjacente um perfil de desaceleração na segunda metade do ano, refletindo a perda de dinamismo de algumas componentes da procura com elevado conteúdo importado, com destaque para a queda da FBCF em máquinas e equipamentos e a desaceleração do consumo de bens duradouros e das exportações de bens energéticos no segundo semestre do ano.

Em 2015, o crescimento das importações de bens e serviços foi superior ao da procura global ponderada por conteúdos importados, determinando um aumento da taxa de penetração das importações, tal como em 2013 e 2014.

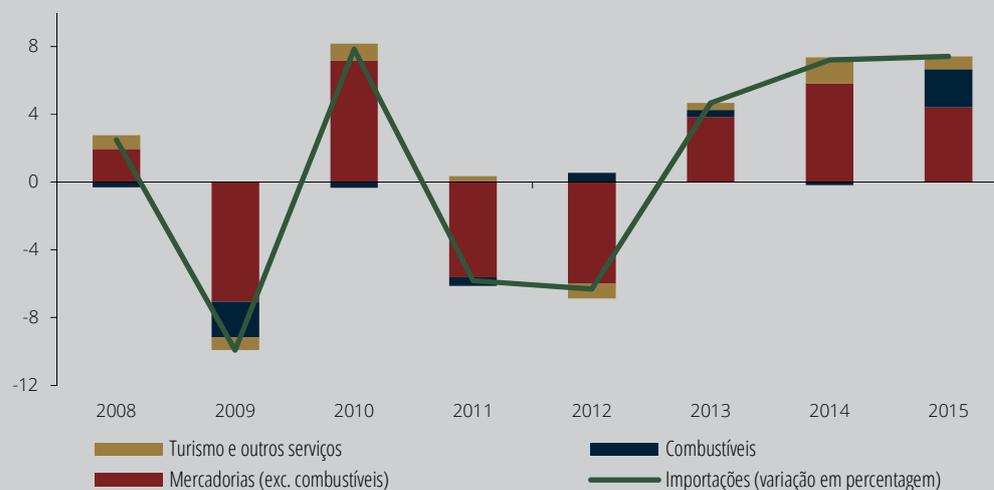


Gráfico 5.14 •
Decomposição da variação real das importações de bens e serviços
| Contributos, em pontos percentuais

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

Caixa 5.1 | Exposição da economia portuguesa a Angola

A economia angolana iniciou um período de rápido crescimento após o fim da guerra civil em 2002. Entre 2002 e 2014, o crescimento médio do PIB foi de cerca de 10 por cento. Neste período, observou-se igualmente uma estabilização nominal gradual, acompanhada, na maioria dos anos, de excedentes orçamentais e externos.

O forte crescimento da última década esteve muito relacionado com a expansão da indústria de extração de petróleo, sendo Angola, atualmente, o 16.º maior produtor mundial desta matéria-prima. Apesar de alguns esforços de diversificação, a economia angolana mantém-se muito dependente do sector petrolífero. Em 2014, este setor tinha um peso de cerca de 35 por cento no VAB, gerava 68 por cento das receitas orçamentais e representava 97 por cento das exportações de bens.

Neste contexto, a redução acentuada dos preços internacionais do petróleo na segunda metade de 2014, que prosseguiu em 2015, traduziu-se numa desaceleração da economia e numa rápida passagem a uma situação de desequilíbrio das contas públicas e externas (Gráfico 1). Em 2015, apesar da diminuição das reservas cambiais, verificou-se uma depreciação do kwanza angolano de mais de 30 por cento face ao euro no mercado oficial. A inflação subiu para valores de dois dígitos. Observou-se igualmente uma acumulação de dívidas a fornecedores e uma deterioração de alguns indicadores de estabilidade financeira, como o crédito malparado.⁴⁵

A informação disponível aponta para uma retração significativa das importações de Angola em 2015, refletindo as dificuldades de meios de pagamento e o abrandamento da atividade económica. De acordo com estimativas do FMI, as importações de bens e serviços reduziram-se cerca de 24 por cento, em termos reais, neste período (aumento de 11 por cento em 2014).⁴⁶

O comércio externo constitui um canal importante de transmissão de choques entre economias. A exposição da economia portuguesa à economia angolana materializa-se sobretudo através das trocas comerciais entre os dois países, designadamente na procura de Angola dirigida às exportações portuguesas.

As trocas comerciais entre Portugal e Angola registaram um aumento muito significativo entre 2005 e 2014, acompanhando a expansão da economia angolana neste período. Angola passou de 9.º destino mais importante das exportações portuguesas em 2005 para 4.º destino no período 2011-2014, passando a representar quase 7 por cento do total das exportações portuguesas. As exportações nominais de bens e de serviços aumentaram, em termos médios anuais, 16 e

Gráfico 1 • PIB de Angola e preço do petróleo



Fontes: FMI (WEO abril 2016) e Reuters Datastream.

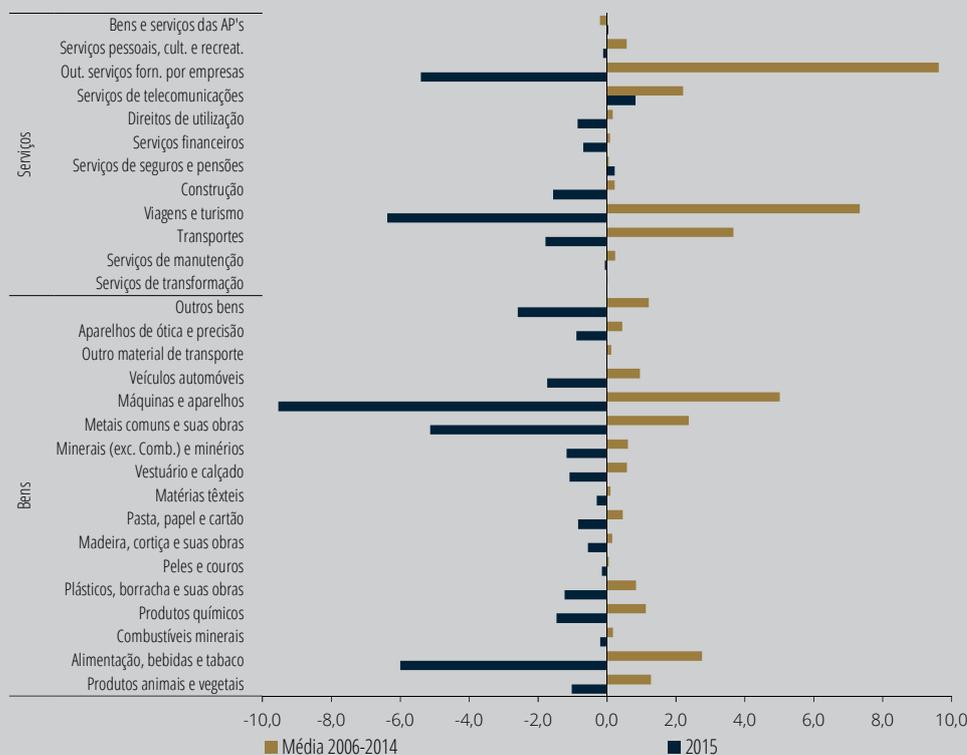
27 por cento, respetivamente, no período 2011-2014 (Gráfico 2). O dinamismo das exportações de bens concentrou-se principalmente nas máquinas e aparelhos, nos metais comuns e suas obras e nos bens alimentares, bebidas e tabaco, enquanto, no caso dos serviços, se destacam os outros serviços fornecidos por empresas, as viagens e turismo e os transportes. No que diz respeito às importações, refira-se que o peso de Angola é significativamente menor (cerca de 3 por cento do total importado por Portugal no período 2011-2014), com uma concentração muito expressiva nos combustíveis minerais.

As exportações portuguesas para Angola diminuíram de forma marcada em 2015, verificando-se um agravamento da queda ao longo do ano. No conjunto do ano, as exportações nominais de bens para este destino apresentaram uma redução de 34 por cento, enquanto as exportações de serviços diminuíram 14 por cento, sendo a queda extensível quer ao turismo, quer aos outros serviços. A redução foi particularmente significativa nos produtos e serviços que anteriormente tinham mostrado uma evolução mais dinâmica (Gráfico 2). Refira-se que a tendência de queda se reforçou nos primeiros dois meses de 2016.

O peso de Angola no total das exportações portuguesas reduziu-se assim para cerca de 4 por cento em 2015. Não obstante o contributo negativo de Angola (-1,8 pontos percentuais), as exportações portuguesas de bens e serviços aceleraram, em termos nominais, de 3,2 para 4,6 por cento em 2015, dada a evolução favorável das vendas para outros mercados (Gráfico 3).

Para além do comércio externo, existe uma multiplicidade de interligações económicas entre Portugal e Angola. Contudo, em alguns casos, os efeitos do abrandamento da economia angolana são difíceis de quantificar, dada a sua complexidade e as insuficiências da informação estatística.

Gráfico 2 • Contributos para a taxa de crescimento média anual das exportações de bens e serviços para a Angola | Em pontos percentuais



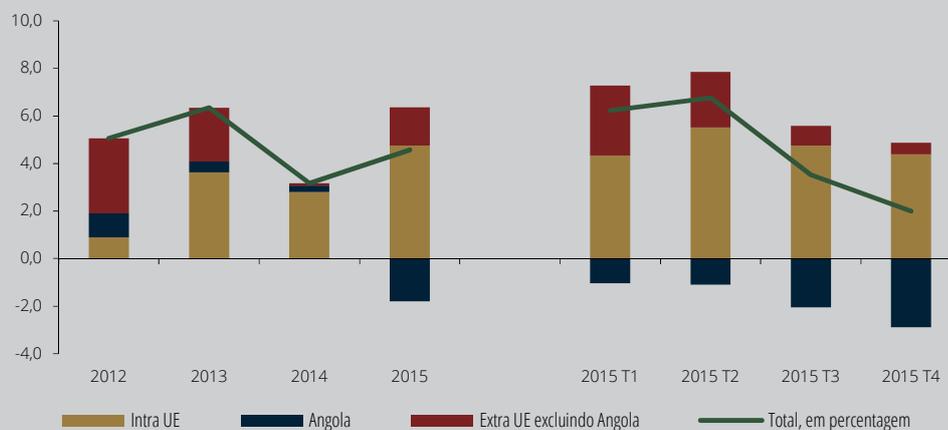
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Assim, durante a fase de rápida expansão da economia angolana, estabeleceram-se fluxos migratórios importantes de Portugal para Angola, os quais terão sido parcialmente revertidos no período recente. No entanto, a inexistência de informação sobre o número de emigrantes portugueses naquele país impede um aprofundamento deste fenómeno e seu eventual impacto sobre o mercado de trabalho português. Acompanhando o fluxo migratório, as remessas dos emigrantes portugueses em Angola cresceram a um ritmo bastante intenso no período 2006-2013 (cerca de 40 por cento, em média anual), representando 10 por cento do total no final deste período. Em 2014 e 2015, as remessas dos emigrantes portugueses em Angola reduziram-se 19 e 12 por cento, respetivamente. Apesar das flutuações significativas, o impacto deste fluxo sobre as contas externas portuguesas permaneceu relativamente baixo (entre 0,1 e 0,2 por cento do PIB).

Adicionalmente, as ligações financeiras entre Portugal e Angola são significativas, podendo contribuir para amplificar os efeitos da crise económica angolana sobre a economia portuguesa. Neste contexto, importa destacar os fluxos de investimento direto entre os dois países, que também se intensificaram ao longo da última década. No final de 2015, a posição de investimento direto de Angola em Portugal correspondia a 1 por cento do PIB português, enquanto a posição de investimento direto português em Angola representava 2,2 por cento (0,1 e 0,2 por cento, respetivamente, em 2005). Note-se, contudo, que provavelmente estas estatísticas subavaliam as relações de investimento direto estrangeiro entre as duas economias, porque não consideram as operações realizadas através de entidades localizadas em terceiros países. Por fim, refira-se exposição do sector bancário português a entidades angolanas, designadamente ao nível dos créditos e dos depósitos. Essa exposição vem aumentada se se considerarem as filiais de bancos portugueses a operar em Angola, bem como os créditos concedidos pelo sistema bancário português a empresas com fortes relações com aquele país, em relação aos quais se tem registado um expressivo aumento do grau de incumprimento.

A economia portuguesa encontra-se exposta de forma significativa aos desenvolvimentos económicos em Angola. O abrandamento desta economia teve assim um impacto negativo considerável sobre as exportações e a atividade em Portugal em 2015 que, muito provavelmente, se deverá estender a 2016. No entanto, é expectável que estes desenvolvimentos determinem um processo de reorientação de relações económicas para outros mercados com maiores perspetivas de crescimento, a exemplo do ocorrido no passado recente.

Gráfico 3 • Decomposição da variação das exportações nominais de bens e serviços por país de destino | Em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Caixa 5.2 | Quotas de mercado das exportações portuguesas de bens no período recente: uma análise numa amostra de mercados de exportação

Esta caixa analisa a variação de quota das exportações portuguesas de bens em alguns dos seus principais mercados individuais destino/produto, utilizando a informação de comércio internacional em termos nominais incluída na base de dados *Global Trade Atlas*. A análise baseia-se numa amostra das exportações nominais para 10 importantes países de destino com uma desagregação sectorial por 12 grupos de produtos definida a partir dos capítulos da Nomenclatura Combinada (NC), correspondente a cerca de 70 por cento das exportações portuguesas de bens e a cerca de 50 por cento das exportações portuguesas de bens e serviços em 2014⁴⁷. A noção de mercado individual refere-se a cada mercado país / produto, medido pelas importações de um dado produto de um determinado país.

A variação total da quota das exportações portuguesas de bens nesta amostra de mercados individuais é obtida da comparação do crescimento das exportações portuguesas para todos os mercados da amostra com o crescimento das importações de todos esses mercados. Aplicando uma metodologia de quota de mercado constante, esta variação total de quota pode ser decomposta em duas parcelas aditivas e interpretáveis⁴⁸.

A primeira parcela, denominada efeito quota de mercado, considera as variações efetivas de quota em cada mercado individual país / produto. No seu cálculo, o ganho ou perda efetiva de quota em cada mercado individual (por exemplo, mercado espanhol de automóveis) é dado pela diferença entre a taxa de crescimento das exportações portuguesas para esse mercado e a taxa de crescimento das importações desse mercado. O efeito quota de mercado obtém-se ponderando as variações de quota em cada mercado individual pelo seu peso nas exportações portuguesas no ano anterior. O contributo de cada mercado individual para o efeito quota de mercado depende quer da variação da quota individual quer do peso desse mercado.

A segunda parcela, denominada efeito estrutura combinada, analisa em que medida a especialização relativa das exportações portuguesas nos mercados individuais contribui para a evolução da quota de mercado total. Portugal está relativamente especializado num mercado individual se esse mercado tiver um peso superior nas exportações portuguesas do que no total das importações da amostra. Essa especialização gera um contributo positivo (negativo) para o efeito estrutura combinada se as importações desse mercado individual crescerem acima (abaixo) do crescimento médio das importações do total de mercados.

É importante analisar o efeito quota de mercado uma vez que este reflete a competitividade revelada nos mercados individuais considerados, associada à capacidade das empresas portuguesas competirem efetivamente com fornecedores de outros países em cada mercado. O Gráfico 1 mostra que o efeito quota de mercado foi muito positivo em 2013 (5,2 pontos percentuais (p.p.)), negativo em 2014 (-1,9 p.p.) e novamente positivo mas moderado em 2015 (0,7 p.p.).

O Quadro 1 apresenta o contributo de cada mercado individual para o efeito quota de mercado nestes três anos. O quadro inclui igualmente os totais por produto e por destino geográfico da decomposição do efeito quota de mercado. Os ganhos efetivos de quota das exportações de combustíveis deram um contributo positivo muito significativo para o efeito quota de mercado em 2013 e 2015. Em 2013, este ganho refletiu um aumento significativo das exportações portuguesas de combustíveis, associado ao aumento da capacidade de refinação de petróleo. Contudo, o ganho de quota de 2015 está parcialmente relacionado com uma forte recuperação das exportações determinada por um efeito base, nomeadamente o encerramento temporário de uma unidade de refinação no primeiro trimestre de 2014. Este fator contribuiu para a perda efetiva de quota das exportações portuguesas de combustíveis em 2014, que resultou num contributo de -0,6 p.p. para o efeito quota de mercado negativo registado nesse ano.

Assim, atendendo à forte influência da componente energética – cuja evolução está particularmente exposta à evolução do preço do petróleo – é importante proceder a uma análise em que os combustíveis são excluídos. Nesse caso, o efeito quota de mercado é negativo quer em 2014 quer em 2015 e mantém-se positivo mas menos significativo em 2013. Com exceção dos produtos agroalimentares, bebidas e tabaco, e dos minérios e metais comuns, as exportações portuguesas registaram perdas

efetivas de quota na generalidade dos produtos nos dois últimos anos. Em 2014, os produtos com contributos negativos mais significativos para a variação efetiva de quota de mercado das exportações portuguesas de bens foram pedras, cerâmica e vidro, a par de produtos da madeira, cortiça e papel, produtos químicos, plástico e borracha, e material de transporte. Em 2015, os contributos mais negativos ocorreram no calçado e no vestuário e seus acessórios, seguindo-se material de transporte e produtos químicos, plástico e borracha.

Em termos de destinos geográficos e continuando a excluir os combustíveis da análise, a Espanha e a Alemanha foram os destinos geográficos que mais contribuíram negativamente para o efeito quota de mercado na média dos dois últimos anos. O contributo dos outros países da área do euro considerados foi também negativo, com exceção dos ganhos efetivos de quota de mercado observados em França em 2015, resultantes sobretudo da evolução das exportações de produtos agroalimentares, bebidas e tabaco. Ao nível dos países extra-área do euro, registaram-se importantes ganhos efetivos de quota no Reino Unido, nos E.U.A. e na China em 2014, mas o seu contributo para o efeito quota de mercado em 2015 foi marginal.

A variação total da quota das exportações portuguesas é também influenciada pelo efeito estrutura combinada, que mostra como o país é favorecido se estiver relativamente mais especializado em mercados individuais com maior dinamismo. O efeito estrutura combinada foi aproximadamente nulo em 2013 mas positivo em 2014 e 2015 (Gráfico 1).

Refira-se que, uma vez que os cálculos foram efetuados com dados de comércio internacional em termos nominais, os resultados devem ser interpretados com cautela pois a sua evolução é influenciada por variações cambiais e de preços. Em particular, quer as fortes reduções dos preços internacionais do petróleo e outras matérias-primas quer a depreciação acentuada do euro face ao dólar colocam dificuldades acrescidas à interpretação dos resultados obtidos, em especial para 2015. Adicionalmente, a amostra de países de destino utilizada nesta Caixa não inclui Angola. Em 2015, as importações de Angola diminuíram de forma acentuada, o que, dada a especialização das exportações portuguesas neste destino geográfico, resultaria num contributo negativo para o efeito estrutura combinada caso este país fosse considerado na amostra.

Apesar destas limitações, os resultados obtidos apontam para uma menor competitividade revelada pelas exportações portuguesas de bens nesta amostra de mercados de exportação em 2014 e 2015. De facto, o efeito quota de mercado foi positivo em 2015 mas tal refletiu um ganho excepcional das exportações portuguesas de combustíveis relacionado com fatores de natureza temporária. Excluindo combustíveis, o efeito quota de mercado foi negativo e equivalente a cerca de -1,5 p.p. na média de 2014 e 2015, interrompendo assim a sequência de ganhos efetivos de quota das exportações portuguesas de bens observada nos três anos anteriores, equivalentes a cerca de 4 p.p. em média anual.⁴⁹

Gráfico 1 • Decomposição aritmética da variação nominal da quota das exportações portuguesas de bens numa amostra de 120 mercados individuais | Em pontos percentuais



Fontes: *Global Trade Atlas* e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Para detalhes sobre a metodologia de análise de quota de mercado constante utilizada, ver Amador, J. e Cabral, S. (2008), "O desempenho das exportações portuguesas em perspetiva: uma análise de quota de mercado constante", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, outono 2008.

Quadro 1 • Decomposição do efeito quota de mercado numa amostra de 120 mercados individuais
| Contributo de cada mercado individual país / produto em pontos percentuais

2013												
Código NC	Descrição	Espanha	Alemanha	França	Reino Unido	Países Baixos	Estados Unidos	Itália	Bélgica	China	Brasil	Total
01-24	Agroalimentares, bebidas e tabaco	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
27	Combustíveis minerais	2,5	-0,1	0,6	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	3,4
28-40	Químicos, plástico e borracha	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	1,1
44-49	Madeira, cortiça, pasta e papel	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,5
41-43; 50-59	Peles, couros e têxteis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
60-63	Vestuário e seus acessórios	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
64-67	Calçado e chapéus	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
68-71	Pedras, gesso, cerâmica e vidro	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,5
25-26; 72-83	Minérios e metais comuns	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1
84-85	Máquinas e aparelhos elétricos	0,2	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
86-89	Material de transporte	0,0	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,5	0,1	-1,2
90-99	Produtos diversos	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6
	Total	3,8	-0,2	0,6	0,9	0,1	0,7	-0,1	-0,2	-0,5	0,1	5,2

2014												
Código NC	Descrição	Espanha	Alemanha	França	Reino Unido	Países Baixos	Estados Unidos	Itália	Bélgica	China	Brasil	Total
01-24	Agroalimentares, bebidas e tabaco	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,6
27	Combustíveis minerais	-0,9	0,0	0,2	-0,2	0,1	-0,2	0,1	0,4	0,0	-0,1	-0,6
28-40	Químicos, plástico e borracha	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,4
44-49	Madeira, cortiça, pasta e papel	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,4
41-43; 50-59	Peles, couros e têxteis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
60-63	Vestuário e seus acessórios	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2
64-67	Calçado e chapéus	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2
68-71	Pedras, gesso, cerâmica e vidro	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,5
25-26; 72-83	Minérios e metais comuns	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,1
84-85	Máquinas e aparelhos elétricos	-0,2	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
86-89	Material de transporte	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,1	-0,4
90-99	Produtos diversos	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
	Total	-1,8	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,3	-0,2	-0,2	0,4	-0,2	-1,9

2015												
Código NC	Descrição	Espanha	Alemanha	França	Reino Unido	Países Baixos	Estados Unidos	Itália	Bélgica	China	Brasil	Total
01-24	Agroalimentares, bebidas e tabaco	0,0	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,6
27	Combustíveis minerais	1,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,9	0,0	-0,3	0,0	0,0	2,4
28-40	Químicos, plástico e borracha	-0,1	-0,3	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5
44-49	Madeira, cortiça, pasta e papel	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
41-43; 50-59	Peles, couros e têxteis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
60-63	Vestuário e seus acessórios	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5
64-67	Calçado e chapéus	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6
68-71	Pedras, gesso, cerâmica e vidro	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
25-26; 72-83	Minérios e metais comuns	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3
84-85	Máquinas e aparelhos elétricos	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,2
86-89	Material de transporte	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,5
90-99	Produtos diversos	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Total	0,6	-0,6	0,4	0,1	0,0	0,9	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	0,7

Fontes: *Global Trade Atlas* e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: NC refere-se à Nomenclatura Combinada. Para detalhes sobre a metodologia de análise de quota de mercado constante utilizada, ver Amador, J. e Cabral, S. (2008), "O desempenho das exportações portuguesas em perspetiva: uma análise de quota de mercado constante", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Outono 2008.

6. Preços

Taxa de inflação positiva em 2015, invertendo a trajetória de diminuição de preços em 2014

Em 2015, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), foi de 0,5 por cento, que compara com -0,2 por cento em 2014 (Quadro 6.1 e Gráfico 6.1). Por categorias de bens, revelaram particular dinamismo os preços dos bens alimentares quer transformados, quer não transformados, e dos serviços. Em contraste, os preços dos bens industriais registaram uma variação negativa, particularmente acentuada no caso dos energéticos. Não obstante esta inversão da tendência da inflação, manteve-se, em 2015, um enquadramento caracterizado pela ausência de pressões inflacionistas. A nível interno saliente-se o baixo crescimento salarial (Secção 4) e, a nível externo, a queda dos preços das matérias-primas, designadamente do petróleo (Caixa “Evolução do preço das matérias-primas”).

Considerando os contributos das diferentes categorias de bens para a taxa de inflação em 2015

(Gráfico 6.2), saliente-se o contributo positivo da variação de preços nos serviços (0,6 p.p.) e, em menor grau, nos bens alimentares (0,4 p.p.), enquanto os bens industriais não energéticos e energéticos mantiveram um contributo negativo (-0,2 e -0,3 p.p., respetivamente).

Em 2015, o preço dos serviços registou um crescimento de 1,4 por cento, o que representa um aumento de 0,3 p.p. face a 2014. No que respeita aos preços dos bens alimentares não transformados, a taxa de variação média anual registou crescimentos desde abril de 2015, situando-se no final do ano em 1,9 por cento, valor que contrasta com -2,1 por cento verificados em 2014. Para esta evolução terá contribuído a reversão de efeitos base que afetaram 2014.

A taxa de variação dos preços dos bens alimentares transformados cifrou-se em 1,2 por cento, 0,8 p.p. acima do valor de 2014. Os bens industriais não energéticos mantiveram uma taxa de variação dos preços negativa (-0,7 por cento) embora menos acentuada que no ano anterior (-1,4 por cento).

Quadro 6.1 • IHPC – Principais agregados | Em percentagem

	Pesos 2015	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga			
		2013	2014	2015	15 T1	15 T2	15 T3	15 T4
Total	100,0	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,7	0,8	0,5
Total excluindo energéticos	91,8	0,6	0,0	0,8	0,5	0,9	1,1	0,9
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	81,0	0,4	0,2	0,7	0,5	0,6	0,9	0,8
Bens	58,1	0,0	-1,1	-0,1	-1,0	0,3	0,3	-0,1
Alimentares	24,9	2,3	-0,7	1,5	0,5	2,2	2,2	1,1
Não transformados	10,7	2,6	-2,1	1,9	0,2	3,0	3,1	1,4
Transformados	14,2	2,0	0,4	1,2	0,7	1,6	1,5	0,9
Industriais	33,2	-1,5	-1,4	-1,3	-2,1	-1,0	-1,2	-1,0
Não energéticos	25,0	-1,5	-1,4	-0,7	-1,1	-0,9	-0,6	-0,4
Energéticos	8,2	-0,7	-1,5	-3,7	-5,9	-1,9	-3,7	-3,3
Serviços	41,9	1,1	1,1	1,4	1,3	1,3	1,5	1,4
<i>Por memória:</i>								
Contributo dos preços sujeitos a regulação (em p.p.)	-	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Contributo dos impostos (em p.p.)	-	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
IPC	-	0,3	-0,3	0,5	-0,1	0,7	0,8	0,6
IHPC – Área do euro	-	1,4	0,4	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,2

Fontes: Eurostat e INE.

O preço dos bens energéticos prosseguiu a sua trajetória descendente iniciada em novembro de 2013, tendo reduzido 3,7 por cento em 2014, após uma queda de 1,5 por cento no ano anterior.

Evolução dos preços em Portugal superior à da área do euro

A taxa de inflação em Portugal situou-se, em 2015, acima do valor médio da área do euro, onde se registou uma taxa de inflação nula. Tal representa uma inversão do verificado entre finais de 2012 e 2014, em que a taxa de inflação

da área do euro foi sistematicamente superior à registada em Portugal (Gráfico 6.3).

Para este diferencial positivo contribuíram várias componentes do IHPC, com particular destaque para os bens energéticos. Em sentido contrário, os preços dos bens industriais não energéticos caíram a um ritmo superior ao observado na área do euro, o que deverá continuar a refletir os ganhos de competitividade da economia nacional no que se refere aos bens transacionáveis (Gráficos 6.4 e 6.5).

É, no entanto, de salientar que o principal contributo para o diferencial de inflação entre



Gráfico 6.1 •
Índice harmonizado de preços no consumidor
| Em percentagem

Fonte: INE.

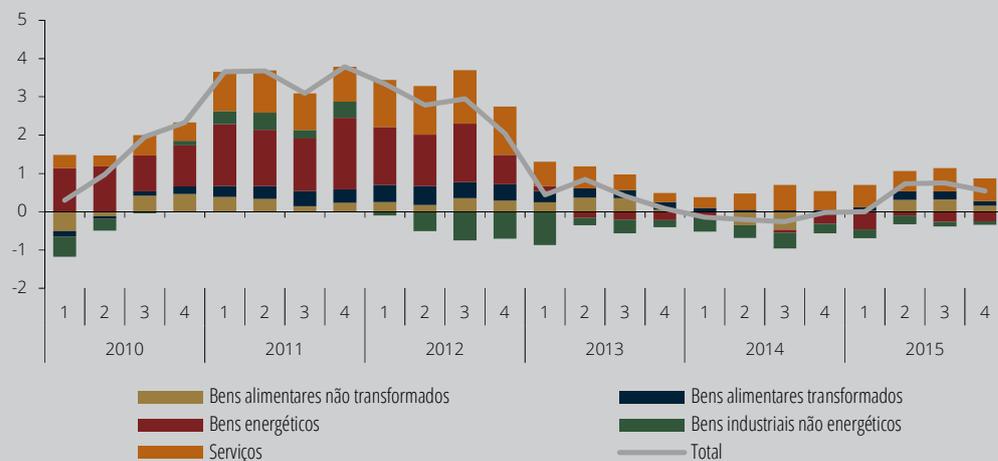


Gráfico 6.2 •
Contributos para a taxa de variação homóloga do IHPC
| Em pontos percentuais

Fonte: INE.

Portugal e área do euro, em 2015, deveu-se ao comportamento dos preços dos bens energéticos. De facto, nesta componente o diferencial passou de 0,4 p.p., em 2014, para 3,1 p.p. em 2015.

Em Portugal, a queda da cotação do petróleo nos mercados internacionais, parcialmente compensada pela depreciação do euro face ao dólar, não se repercutiu integralmente sobre os preços no consumidor. Tal é explicado pelo aumento do imposto sobre produtos petrolíferos, bem como das margens e custos de refinação (Gráficos 6.6 e 6.7). A variação das margens e custos de

refinação superou a verificada na área do euro (Gráficos 6.8 e 6.9), contribuindo positivamente para o mencionado diferencial de inflação nos bens energéticos.

As previsões de inflação acompanharam a trajetória ascendente registada no IHPC

De acordo com a informação divulgada pelo *Consensus Economics*, a previsão de inflação para o ano corrente apresentou, em 2015, uma tendência crescente, acompanhando a trajetória

Gráfico 6.3 • IHPC – Portugal e Área do euro
| Taxa de variação homóloga, em percentagem e p.p.



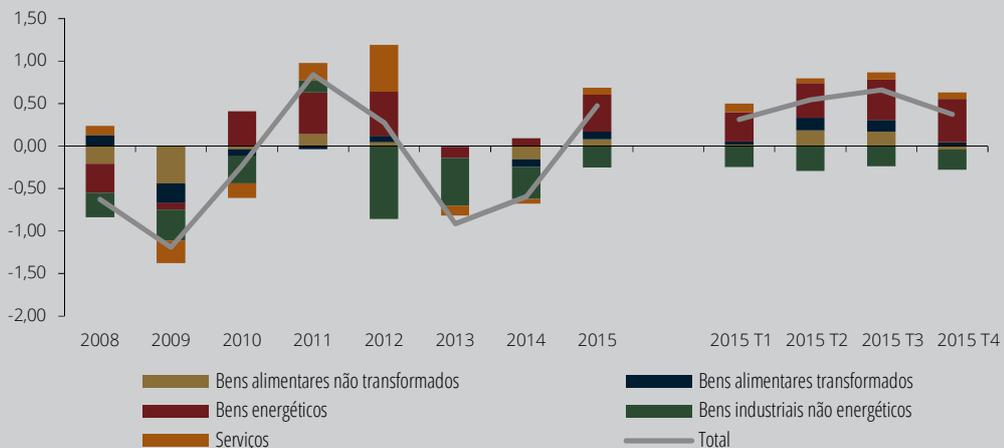
Fontes: Eurostat e INE.

Gráfico 6.4 • IHPC – Bens industriais não energéticos – Portugal e Área do euro
| Taxa de variação homóloga, em percentagem e p.p.



Fontes: Eurostat e INE.

Gráfico 6.5 • IHPC e contributos – diferencial entre Portugal e área do euro
| Em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e INE.

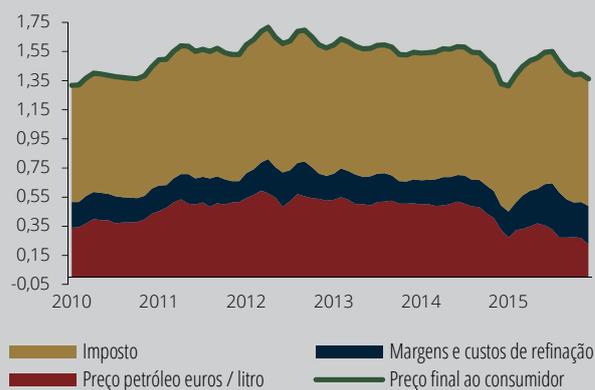
observada na taxa de inflação média anual (Gráfico 6.10). Esta evolução representa uma inversão do comportamento observado desde o final de 2012 até finais 2014, período no qual as expectativas de inflação foram sendo sucessivamente revistas em baixa.

A previsão de inflação para o ano seguinte, isto é, 2016, indica uma expectativa de inflação mais elevada do que a observada em 2015, embora no final do ano se tenha assistido a uma aproximação dos valores observados nos últimos meses de 2015 (Gráfico 6.11).

Os termos de troca contribuíram positivamente para o deflator do PIB

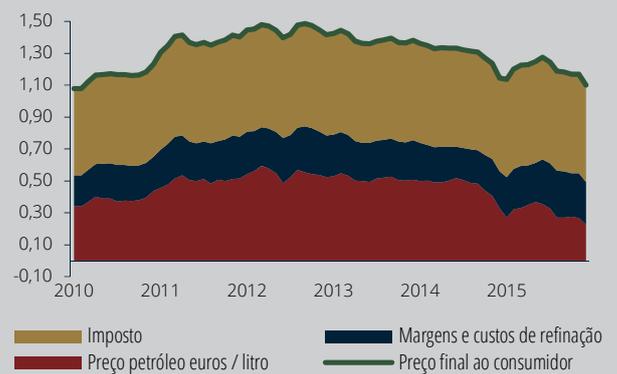
Em 2015, o deflator do PIB manteve, uma dinâmica de crescimento bastante mais acentuada do que a do deflator da procura interna, em virtude do efeito de termos de troca (Gráfico 6.12). A descida do preço do petróleo que se tem verificado nos últimos anos tem tido um impacto negativo quer sobre o deflator das importações, quer sobre o deflator das exportações. Sendo Portugal um importador líquido de bens

Gráfico 6.6 • Preço da gasolina, petróleo e impostos
| Euros por litro



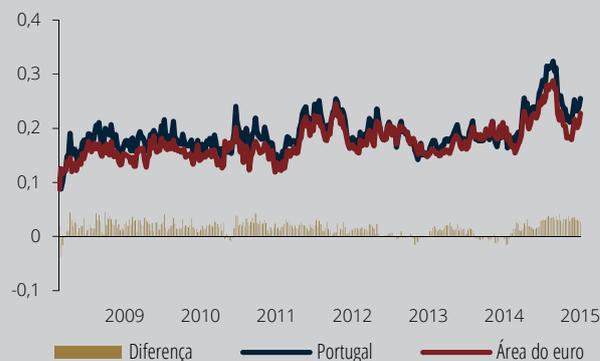
Fontes: BCE e Direção Geral de Energia e Geologia.

Gráfico 6.7 • Preço do gasóleo, petróleo e impostos
| Euros por litro



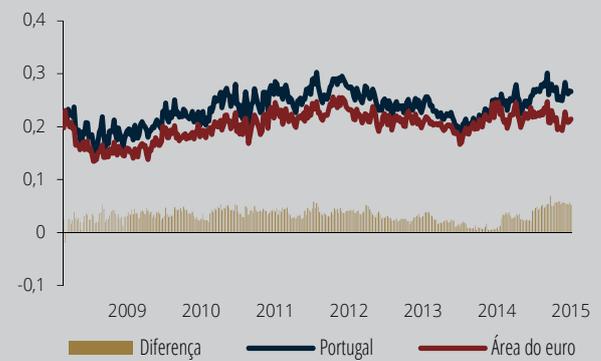
Fontes: BCE e Direção Geral de Energia e Geologia.

Gráfico 6.8 • Margens e custos de refinação (gasolina)
| Euros por litro



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 6.9 • Margens e custos de refinação (gasóleo)
| Euros por litro



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 6.10 •
Expetativas de inflação e inflação observada
| Em percentagem



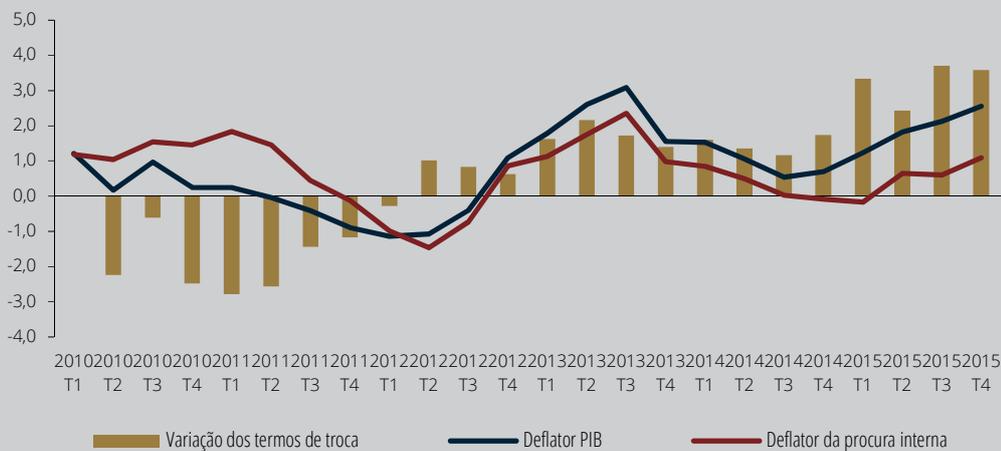
Fontes: Consensus Economics e INE.

Gráfico 6.11 •
Expetativas de inflação para o ano corrente e para o ano seguinte
| Em percentagem



Fonte: Consensus Economics.

Gráfico 6.12 •
Deflator do PIB, deflator da procura interna e termos de troca
| Em percentagem



Fonte: INE.

energéticos, tal gera um efeito de termos de troca positivo. Note-se que a própria evolução dos preços das importações se repercute sobre os deflatores das componentes da procura interna, designadamente sobre o deflator do consumo privado, o que atenua o efeito em causa.

Os preços dos bens não transacionáveis retomaram uma tendência ascendente, no período recente

Até 2008, em Portugal, os preços dos bens não transacionáveis cresceram mais rapidamente do que os preços dos bens transacionáveis, e consideravelmente acima dos preços dos bens não transacionáveis na área do euro (Gráfico 6.13). De facto, na área do euro, também se

verificou um diferencial crescente entre os preços dos bens não transacionáveis e dos bens transacionáveis, mas de menor magnitude. No período subsequente, num contexto de retração da atividade e de ajustamento macroeconómico em Portugal, os preços dos bens não transacionáveis apresentaram uma evolução mais mitigada do que na área do euro. Contudo, esta evolução parece estar a reverter no período mais recente, o que poderá a colocar pressão sobre os custos de produção do setor exportadores portugueses e, de uma forma geral, ter um impacto negativo sobre a competitividade da economia. No caso dos bens transacionáveis, o hiato entre os preços em Portugal e na área do euro é significativamente mais reduzido, e tem-se mantido estável no período após a crise financeira.

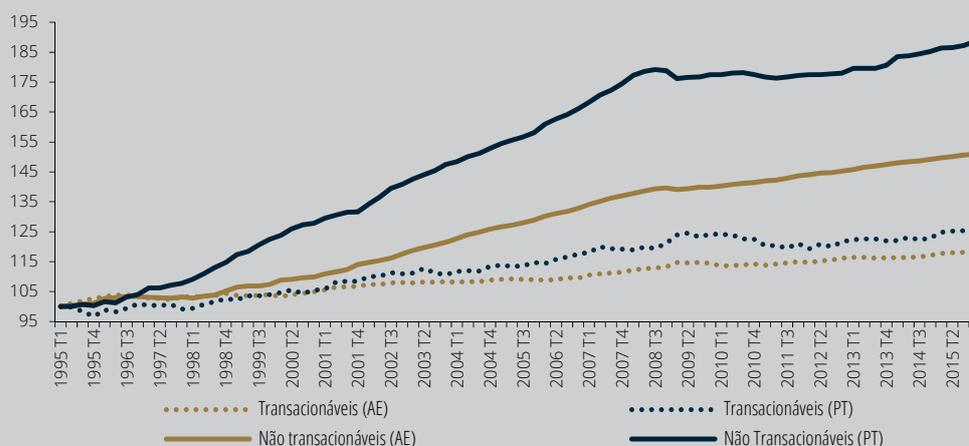


Gráfico 6.13 •
Índice de preços do VAB privado, bens não transacionáveis e transacionáveis | Índice 1995 T1=100

Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: O VAB privado é calculado excluindo o ramo da Administração Pública, Saúde e Educação. O setor dos transacionáveis inclui: Agricultura, Silvicultura e Pescas, Indústria, Comércio e Reparação, Alojamento e Restauração, Transportes, Atividade de Informação e Comunicação. O setor dos não transacionáveis inclui: Construção, Atividades Financeiras, Atividades Imobiliárias e Outras Atividades de Serviços, excluindo Administração Pública, Educação e Saúde.

7. Financiamento externo e balança de pagamentos

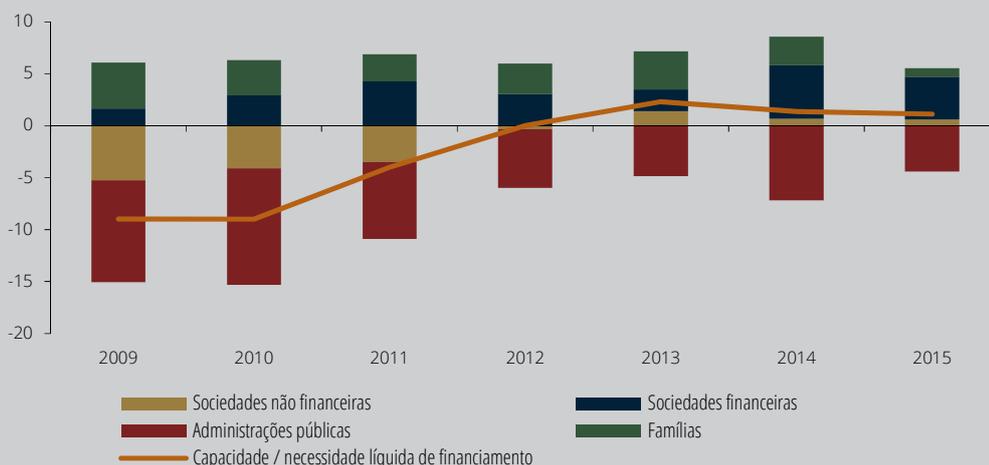
A capacidade de financiamento da economia portuguesa manteve-se relativamente estável em 2015, num contexto de estabilização do investimento e da poupança

e relativamente estável quando comparada com o ano anterior (1,1 por cento do PIB face a 1,4 por cento) (Gráfico 7.1). A estabilização da capacidade de financiamento da economia em 2015 refletiu uma estabilização, quer da poupança, quer do investimento (Gráfico 7.2).

Em 2015, a capacidade de financiamento da economia portuguesa manteve-se positiva,

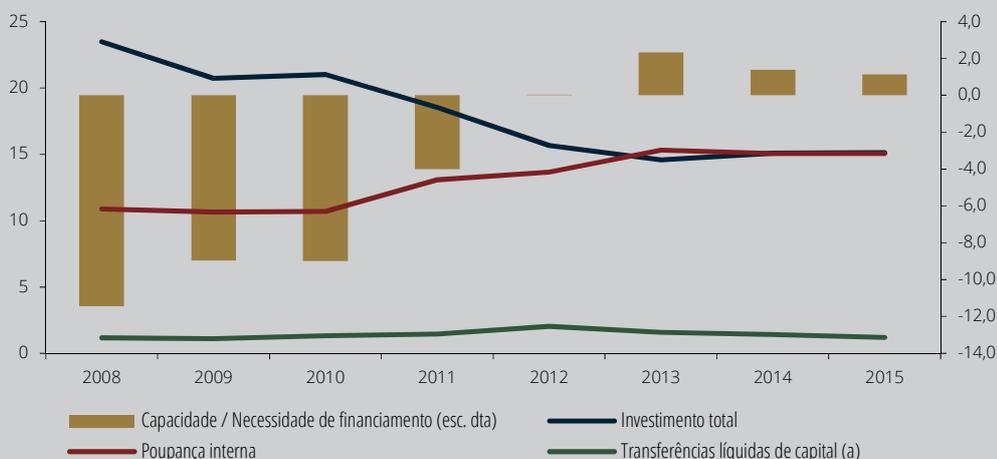
Tal como nos últimos dois anos, o setor das Administrações Públicas foi o único a apresentar uma necessidade de financiamento, embora

Gráfico 7.1 •
Capacidade /
necessidade de
financiamento da
economia
| Em percentagem
do PIB



Fonte: INE.

Gráfico 7.2 •
Capacidade /
necessidade de
financiamento da
economia
| Em percentagem
do PIB



Fonte: INE.

Nota: (a) Inclui a aquisição líquida de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

menor que no ano anterior (secção 3). A capacidade de financiamento dos restantes setores registou uma redução generalizada. No caso dos particulares, tal evolução reflete a redução da taxa de poupança, que atingiu um mínimo histórico (4,2 por cento). No caso das sociedades não financeiras, a manutenção de uma capacidade de financiamento, ainda que reduzida, poderá refletir as restrições resultantes do seu elevado nível de endividamento.

Manutenção do excedente da balança corrente e de capital, num contexto de melhoria dos termos de troca e de dinamismo do turismo

Em 2015, o saldo da balança corrente e de capital situou-se em 1,7 por cento do PIB⁵⁰, semelhante ao registado em 2014, mantendo-se a trajetória positiva das contas externas que tem caracterizado a economia portuguesa no período recente, incluindo o saldo positivo da balança comercial (Quadro 7.1). Relativamente a este último ponto, refira-se que, ao longo do Programa de Assistência Económica e Financeira, a melhoria da balança comercial assentou em efeitos de volume, refletindo o dinamismo

das exportações e a forte contração das importações, em linha com a queda da procura interna. Em contraste, nos dois últimos anos, o saldo da balança comercial tem beneficiado de efeitos de termos de troca importantes, uma vez que o contributo das exportações líquidas em termos reais tem sido negativo (Gráfico 7.3 e secção 5). Importa destacar que as exportações líquidas de serviços de turismo têm continuado a apresentar uma contribuição em volume positiva. Além disso, mantém-se o saldo negativo da balança de rendimentos, associado ao elevado nível de endividamento da economia portuguesa, que tem sido parcialmente compensado por uma evolução positiva das remessas líquidas dos emigrantes.

A balança de bens e serviços registou uma melhoria de 0,6 p.p. do PIB, com uma redução do défice da balança de bens em 0,4 p.p. do PIB e um aumento do excedente da balança de serviços em 0,2 p.p. do PIB. A redução do défice da balança de bens refletiu um crescimento das exportações (em 3,7 por cento), superior ao aumento das importações (2,5 por cento)⁵¹.

O saldo da balança de serviços melhorou (em 0,2 p.p. do PIB) dada a aceleração das exportações (6,6 por cento que compara com 6,3 por cento, no ano anterior), a par de uma desaceleração das importações que, contudo mantiveram um crescimento robusto. (6,1 por cento face a 10,4 por cento, em 2014).

Quadro 7.1 • Balança corrente e balança de capital | Em percentagem do PIB

	2012	2013	2014	2015
Balança corrente e balança de capital	0,2	3,1	1,6	1,7
Balança corrente	-1,9	1,5	0,1	0,5
Balança de bens e serviços	0,1	1,8	1,1	1,7
Bens	-5,5	-4,7	-5,5	-5,1
Serviços	5,6	6,6	6,6	6,8
<i>dos quais:</i>				
Viagens e turismo	3,4	3,6	4,1	4,3
Balança de rendimento primário	-2,6	-1,3	-1,7	-2,1
Balança de rendimento secundário	0,6	0,9	0,7	0,9
<i>do qual:</i>				
Remessas de emigrantes / imigrantes	1,3	1,4	1,5	1,6
Balança de capital	2,1	1,6	1,5	1,3

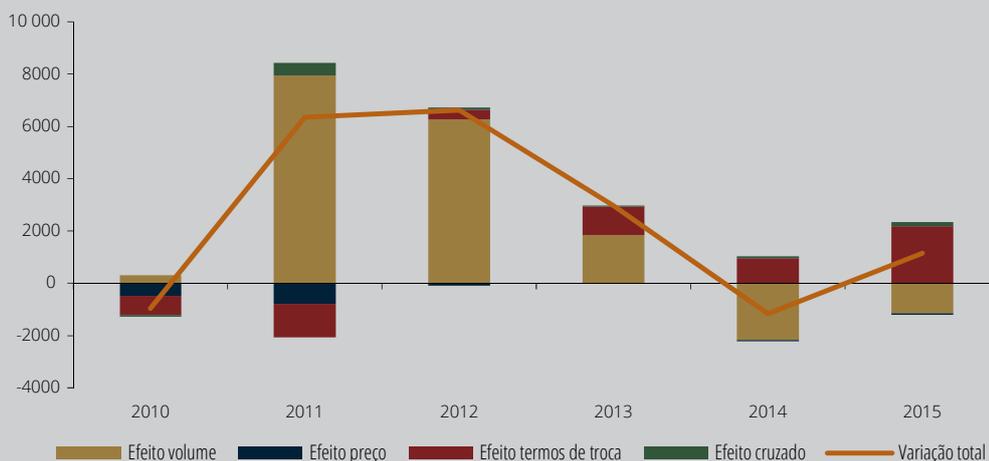
Fontes: INE e Banco de Portugal.

O défice da balança de rendimento primário agravou-se em 0,4 p.p. do PIB dada a redução mais acentuada dos recebimentos⁵² (em 0,5 p.p. do PIB) do que dos pagamentos (em 0,1 p.p. do PIB). No primeiro caso, assistiu-se a uma redução dos rendimentos de investimento de carteira, nomeadamente relativos aos títulos de dívida de longo prazo e dos outros rendimentos primários. É ainda de salientar a recuperação dos rendimentos de investimento direto que após uma redução de 0,6 p.p. do PIB em 2014, apresentaram um crescimento marginal de 0,1 p.p. do PIB em 2015.

No que se refere aos rendimentos pagos, verificou-se uma virtual estabilização do total, com um ligeiro aumento dos associados ao investimento direto (0,3 p.p. do PIB) a ser compensado pela redução dos rendimentos de investimento de carteira (em 0,2 p.p. do PIB) e de outro investimento (em 0,2 p.p. do PIB).

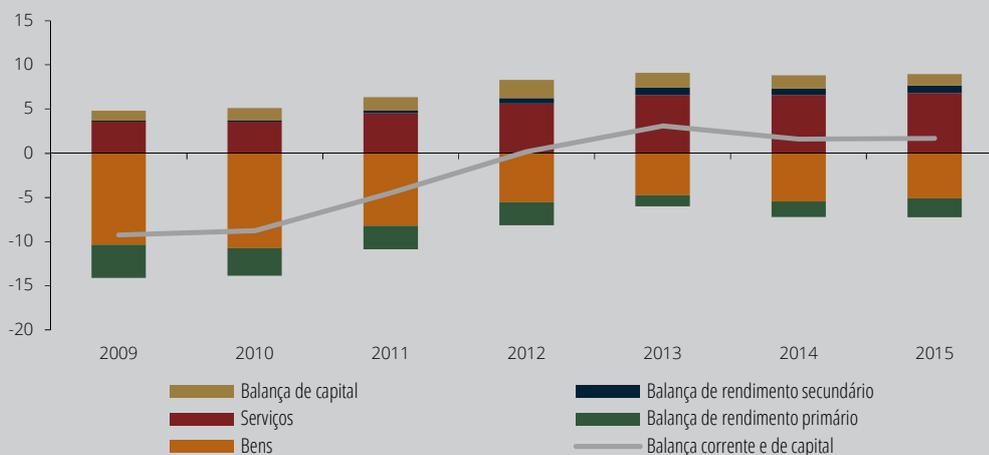
No que respeita à balança de rendimento secundário, saliente-se o comportamento das remessas de emigrantes, os quais apresentaram um crescimento de 8,3 por cento, com contributos dos principais destinos de emigração, nomeadamente França e Alemanha. Em sentido contrário

Gráfico 7.3 •
Decomposição
da balança
de bens
e serviços
| Em milhões
de euros



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.4 •
Decomposição
do saldo
da balança
corrente
e de capital
| Em percentagem
do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

é de referir a diminuição das remessas provenientes de Angola, em linha com a evolução económica neste país (Caixa “Exposição da economia portuguesa a Angola”).

A composição da saída líquida de fundos em 2015 alterou-se face a 2014

A capacidade de financiamento da economia traduz-se numa saída líquida de fundos. Esta saída de fundos teve em 2015 uma dimensão igual à do ano anterior (1,8 p.p. do PIB), mas uma composição diferente: enquanto em 2014 se assistiu a uma variação líquida de ativos sobre o exterior superior à variação líquida de passivos (13,1 e 11,3 p.p. do PIB, respetivamente), em 2015 verificou-se uma redução líquida de passivos superior à de ativos (-5,5 e -3,7 p.p., respetivamente). Por rúbricas da balança financeira, a saída líquida de fundos espelhou-se na generalidade destas, com exceção do investimento de carteira.

A generalidade dos setores institucionais apresentou uma redução da variação líquida de ativos, em 2015, sendo esta particularmente acentuada no caso das sociedades de seguros e fundos de pensões e das outras instituições financeiras monetárias, as quais registaram mesmo uma venda líquida de ativos.

Em termos da variação líquida de passivos, é de salientar a evolução nas administrações públicas e nas instituições financeiras não monetárias exceto sociedades de seguros e fundos de pensões, que recorreram ao financiamento externo em 2014 mas procederam a amortizações de passivos em 2015. As outras instituições financeiras monetárias acompanharam o desinvestimento em ativos externos com uma significativa amortização de passivos.

Desde o Programa de Assistência Económica e Financeira, a variação líquida de ativos tem-se situado a um nível superior ao da variação líquida de passivos, possibilitando assim saldos positivos da balança financeira (Gráfico 7.5).

As componentes da posição de investimento internacional relacionadas com instrumentos de dívida evidenciaram uma ligeira correção

A posição de investimento internacional da economia portuguesa atingiu o valor de -109,4 por cento do PIB em 2015, o que representa uma melhoria de 5,0 p.p. face ao valor de final de 2014 (Quadro 7.2). A dívida externa líquida⁵³ acompanhou esta evolução, diminuindo 3,0 p.p. do PIB, em 2015, para 101,5 por cento do PIB, em 2015 (Gráfico 7.6). Não obstante esta melhoria, considerando um horizonte mais longo, os progressos



Gráfico 7.5 •
Variação líquida de ativos e passivos financeiros e saldo da balança financeira
| Em percentagem do PIB

Fontes: INE e Banco de Portugal.

no que se refere à redução do endividamento externo da economia portuguesa têm sido limitados, assumindo esta variável um nível semelhante ao do início do processo de ajustamento. No que respeita à posição líquida em instrumentos de capital, esta situou-se em -7.9 por cento do PIB, tendo aumentado 0.9 p.p. em 2015.

Os passivos relativos ao investimento direto estrangeiro – que inclui posições financeiras face empresas com uma relação de controlo

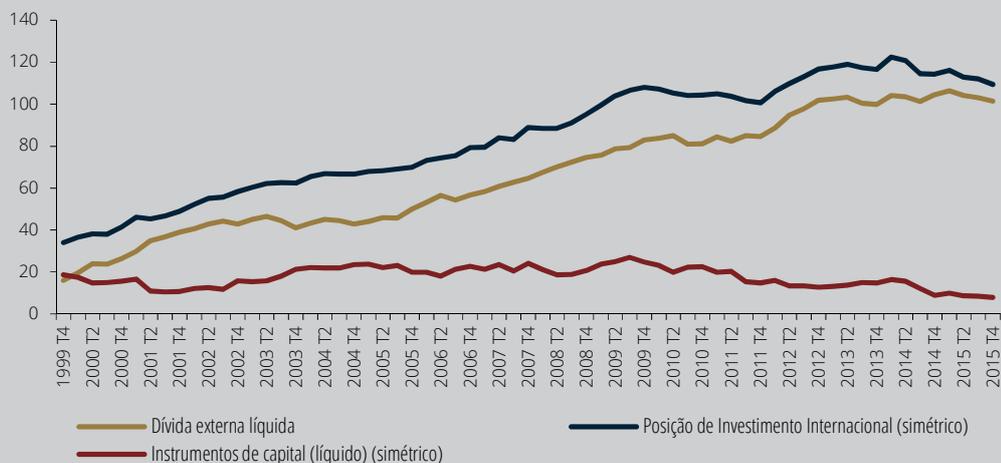
ou um grau significativo de influência – têm-se mantido relativamente constantes em percentagem do PIB nos últimos anos, após algum aumento no início do processo de ajustamento, explicado pelo processo de privatizações. Refira-se que esta componente da posição de investimento internacional é a mais sustentável e tem, além disso, associadas externalidades positivas em termos de partilha de tecnologia e de espírito empreendedor.

Quadro 7.2 • Posição de investimento internacional | Em percentagem do PIB

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Posição de Investimento Internacional	-107,9	-104,3	-100,7	-116,6	-116,5	-114,4	-109,4
Investimento direto	-20,3	-21,9	-18,6	-25,9	-27,5	-27,6	-25,9
Investimento direto – Ativo	33,3	34,4	36,2	40,7	42,2	45,4	44,8
Investimento direto – Passivo	53,6	56,4	54,7	66,7	69,7	73,0	70,7
Investimento carteira	-40,0	-27,6	-16,6	-10,8	-10,8	-11,9	-13,0
Investimento carteira – Ativo	83,4	81,0	64,8	65,1	64,8	68,6	66,3
Investimento carteira – Passivo	123,3	108,6	81,4	75,8	75,6	80,5	79,3
Outro investimento	-53,7	-62,9	-73,6	-88,0	-83,8	-83,2	-80,4
Outro investimento – Ativo	66,7	69,9	70,8	74,9	68,2	69,0	62,2
Outro investimento – Passivo	120,4	132,8	144,4	162,9	152,0	152,1	142,6
Ativos de Reserva e Derivados	6,1	8,1	8,0	8,0	5,7	8,3	10,0

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.6 • Posição de investimento internacional, dívida externa e posição em instrumentos de capital | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Em 2015, a variação da posição de investimento internacional é explicada, em primeiro lugar, pelo efeito da variação do PIB (3,8 p.p. do PIB), pelas transações da balança financeira (1,8 p.p. do PIB) e, em menor grau, pelas variações cambiais e outros ajustamentos (0,4 p.p. do PIB). Em sentido contrário, registou-se um contributo negativo das variações de preços, em 0,9 p.p. do PIB (Gráfico 7.7). Numa apreciação global, verifica-se que os excedentes gerados pela economia (isto é, a parte relativa às transações) nos últimos anos têm tido uma magnitude relativamente reduzida face à dimensão do desequilíbrio externo.

Por setor institucional, verificou-se uma posição de investimento internacional menos negativa por parte das outras instituições financeiras monetárias e das administrações públicas, parcialmente compensada por uma posição mais negativa do banco central e das sociedades não financeiras (Gráfico 7.8). Os particulares reduziram a sua posição positiva.

No caso das outras instituições financeiras monetárias, a melhoria da posição de investimento internacional, em 3,4 p.p. do PIB, ocorreu, essencialmente, por via quer das amortizações de passivos quer das desvalorizações de preço dos mesmos, no âmbito do investimento de carteira.

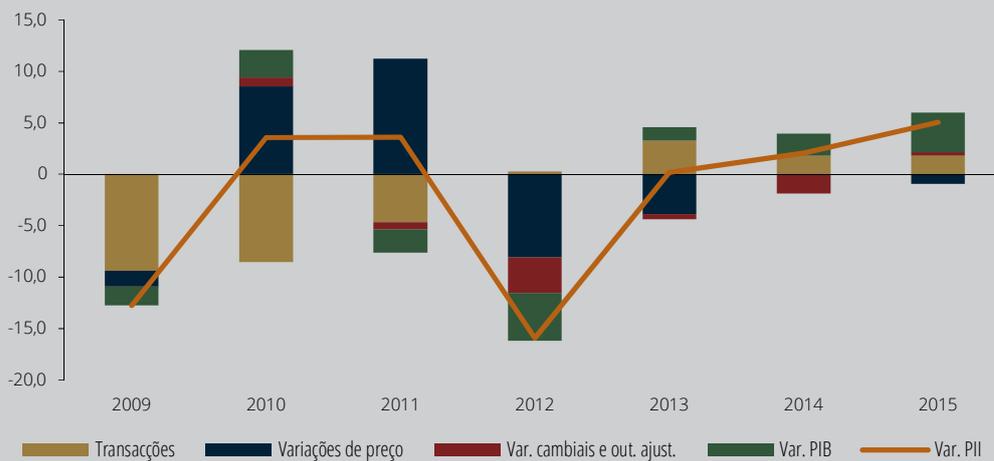


Gráfico 7.7 •
Variação da posição de investimento internacional
| Em percentagem do PIB

Fontes: INE e Banco de Portugal.

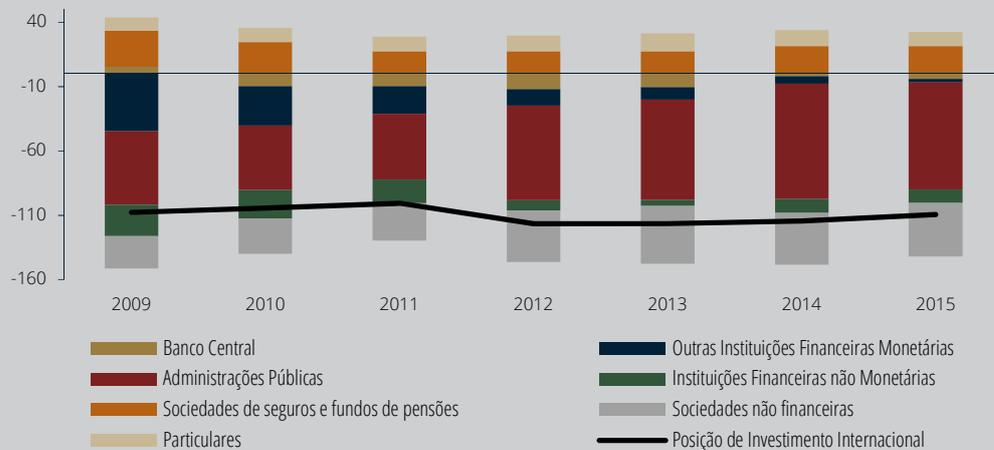


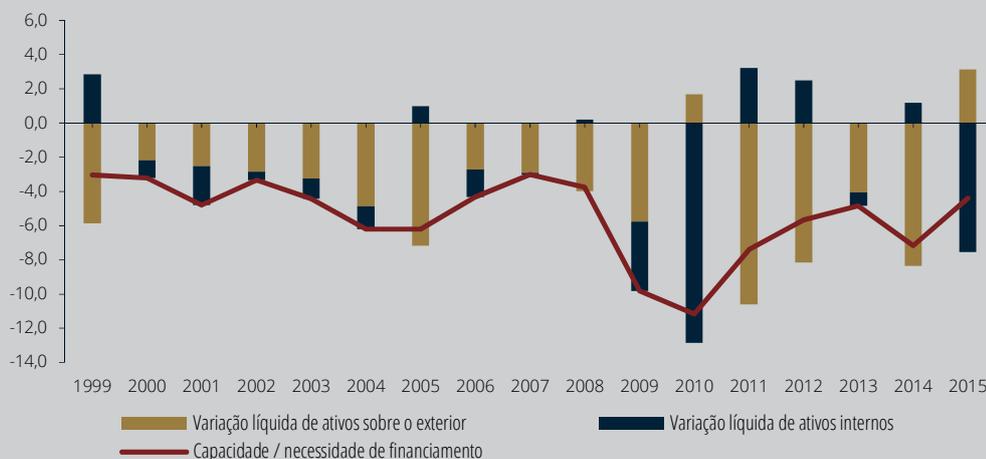
Gráfico 7.8 •
Posição de investimento internacional - por setor institucional
| Em percentagem do PIB

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Quanto ao setor das administrações públicas, a liquidação antecipada do empréstimo do FMI, obtido no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, apenas muito parcialmente compensada pela emissão líquida de títulos adquiridos por não residentes, permitiu melhorar a respetiva posição de investimento internacional. As reduzidas aquisições líquidas de dívida pública, por parte de não residentes, refletem, em particular, as transações no âmbito do programa de compra de ativos, por parte do

banco central, no contexto de implementação das medidas não convencionais de política monetária do Eurosistema (Secção 2.1). Refira-se que as compras de dívida pública por parte do banco central são registadas simultaneamente como um ativo deste setor face às administrações públicas, com contrapartida no aumento de passivos face ao Eurosistema. Em 2015, assistiu-se assim a uma redução do endividamento externo das administrações públicas (Gráfico 7.9), com contrapartida no agravamento da posição do banco central.

Gráfico 7.9 •
Estrutura
de financiamento
das administrações
públicas
| Em percentagem do
PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Caixa 7.1 | Investimento imobiliário em Portugal por parte de não residentes

Nas estatísticas da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional, a aquisição de terrenos ou imóveis em Portugal por parte de um não residente é registada na rubrica dos passivos de investimento direto e o respetivo *stock* de imóveis constitui um passivo de investimento direto na Posição de Investimento Internacional⁵⁴. Em Portugal, tem-se assistido a um aumento continuado da importância das posições de investimento imobiliário detidas por não residentes, quer em percentagem do PIB (Gráfico 1), quer no total dos passivos de investimento direto (passando de 3,4 por cento, em 1999, para 9,9 por cento, em 2015).

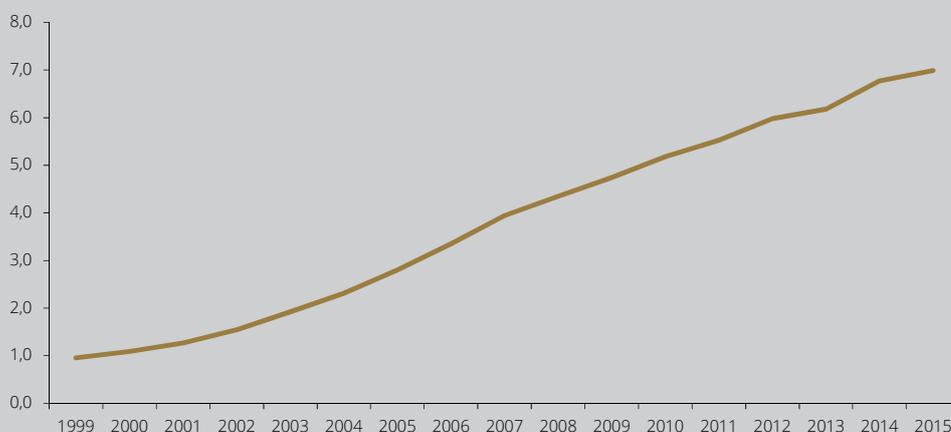
Os residentes na União Europeia, entre os quais se destaca o Reino Unido, são os principais investidores em imobiliário. No entanto, nos últimos anos, o referido aumento das posições de investimento imobiliário detido por não residentes tem tido origem em países fora da União Europeia (Gráfico 2). Esta evolução está, em parte, relacionada com a entrada em vigor, no final de 2012, do regime de Autorização de Residência para Atividade de Investimento (Gráfico 3).

O regime de Autorização de Residência para Atividade de Investimento permite a cidadãos nacionais de outros estados obter uma autorização de residência temporária para atividade de investimento com a dispensa de visto de residência para entrar em território nacional. Este regime permite igualmente a circulação no espaço Schengen sem necessidade de visto.

O acesso a esta autorização é possível com o cumprimento de um dos seguintes requisitos, nomeadamente i) criação de, pelo menos, 10 postos de trabalho; ii) aquisição de bens imóveis de valor igual ou superior a 500 mil euros⁵⁵ ou iii) Transferência de capitais no montante igual ou superior a 1 milhão de euros⁵⁶.

Até ao final de 2015 foram concedidas 2788 autorizações de residência ao abrigo deste regime, sendo que a esmagadora maioria se destinou a cidadãos de nacionalidade chinesa. O principal

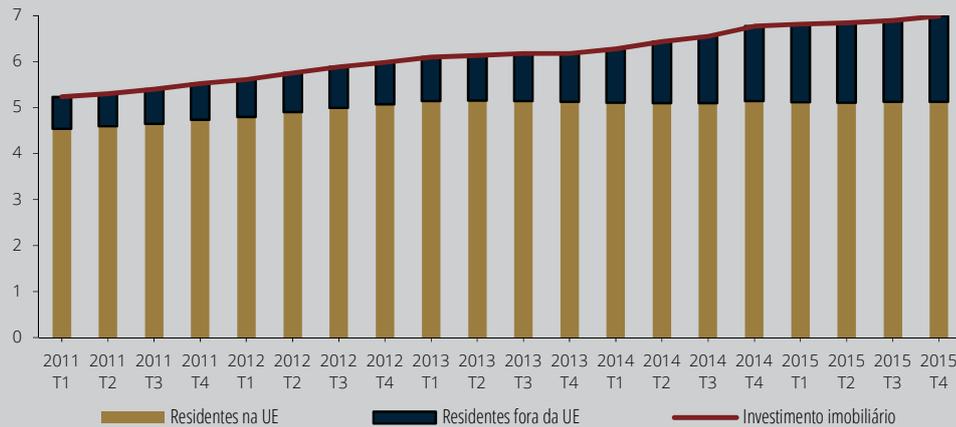
Gráfico 1 • Evolução do investimento imobiliário em Portugal, por parte de não residentes | Posições, em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

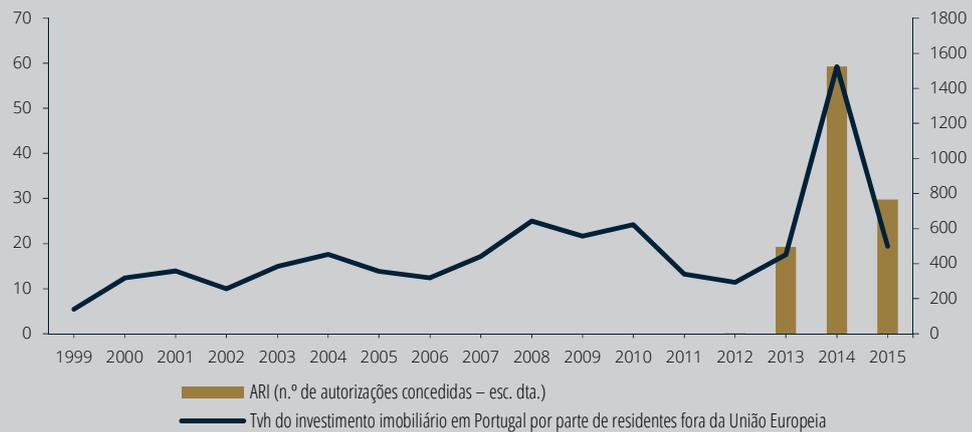
requisito utilizado para aceder à autorização de residência foi a aquisição de bens imobiliários, a qual se estima que tenha atingido um montante superior a 1500 milhões de euros, desde o início do programa, em finais de 2012.

Gráfico 2 • Evolução do investimento imobiliário em Portugal, por origem dos investidores | Posições, em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 3 • Taxa de variação homóloga do investimento imobiliário de residentes fora da União Europeia e número de autorizações de residência para atividade de investimento



Fontes: Banco de Portugal e Serviço de Estrangeiros e Fronteiras, Ministério da Administração Interna.

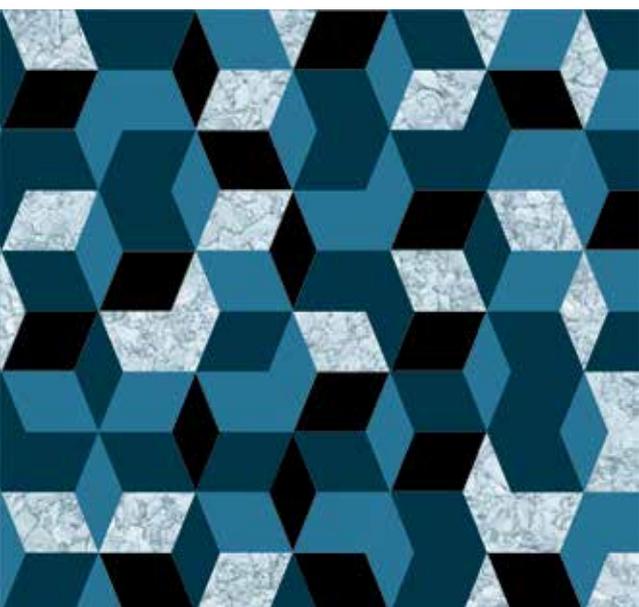
Notas

1. *Understanding the weakness in world trade* (ECB Economic Bulletin, Issue 3, 2015).
2. *The first assessment of the macroeconomic impact of the refugee influx* (Comissão Europeia – *European economic forecast*, outono 2015).
3. Este indicador de procura externa (elaborado com base em informação utilizada nos exercícios do Eurosistema) não reflete adequadamente o peso do comércio externo português com Angola. Assim, em 2015, a variação efetiva da procura externa dirigida à economia portuguesa terá sido inferior à sugerida por este indicador (Secção 5).
4. Para uma análise da importância da China na determinação dos preços das matérias-primas, ver Gauvin L. e Rebillard, C., (2015) "Towards Recoupling? Assessing the Global Impact of a Chinese Hard Landing Through Trade and Commodity Price Channels", *Banque de France Working Paper*, n.º 562.
5. "Special Feature: Commodity Market Developments and Forecasts, with a Focus on Metals in the World Economy", FMI – *World Economic Outlook*, outubro de 2015.
6. Embora o peso da China na procura mundial de petróleo seja relativamente reduzido (12 por cento em 2015), o peso das importações líquidas no consumo deste país é relativamente elevado (58 por cento em 2015). De acordo com a *US Energy Information Administration*, em 2013 a China tornou-se o maior importador líquido de petróleo do mundo.
7. Estimados em "Special Feature: Commodity Market Developments and Forecasts, with a Focus on Investment in an Era of Low Prices", FMI – *World Economic Outlook*, abril de 2015.
8. No *Boletim Económico* do Banco de Portugal de dezembro de 2015 (caixa 2), é apresentada uma análise do impacto da redução do preço do petróleo no crescimento da atividade económica em Portugal.
9. Em 2014, segundo dados do FMI, o peso da China no PIB mundial a preços correntes em dólares era de cerca de 13 por cento, o que compara com cerca de 17 e 22 por cento para a área do euro e para os EUA, respetivamente. Considerando o PIB avaliado em paridades do poder de compra, o peso da China no PIB mundial era de cerca de 17 por cento, face a 12 e 16 por cento no caso da área do euro e dos E.U.A.. O peso do contributo da China para o crescimento do PIB mundial (em volume) em 2015 foi de cerca de 36 por cento, face a 6 e 13 por cento da área do euro e dos E.U.A.. Quanto aos fluxos de comércio de bens, segundo dados da UNCTAD e do *Eurostat*, a China pesava cerca de 11 por cento no total mundial, tal como os E.U.A., enquanto a área do euro (excluindo o comércio intra-área do euro) pesava cerca de 15 por cento. Em particular, a China representava 1,7 por cento das exportações totais de bens de Portugal em 2014 (cerca de 7 por cento no caso da área do euro, excluindo o comércio intra-área do euro).
10. Incluem reformas nas empresas estatais e um papel acrescido das empresas privadas, uma maior liberalização em certos setores dos serviços, em particular no setor financeiro, incluindo o acesso a investidores estrangeiros, alterações no sistema fiscal e de segurança social, expansão dos direitos de propriedade da terra, uma maior regulação ambiental e a flexibilização do sistema de registo "hukou" (sistema de registo populacional que impõe que cada pessoa tenha que residir ou trabalhar num local previamente definido, normalmente aquando do nascimento, distinguindo nomeadamente as áreas rurais e urbanas).
11. No Japão e na Coreia do Sul, os valores máximos deste rácio verificaram-se, respetivamente, no início dos anos setenta e noventa do século passado e não ultrapassaram 40 por cento do PIB.
12. Segundo o FMI, o crédito ao sector não financeiro (excluindo o Estado e governos locais) aumentou de 100 para 150 por cento do PIB entre 2008 e 2014 (respetivamente, aumentos de 32 e 18 p.p. no caso das empresas não financeiras e das famílias, para 114 e 36 por cento do PIB), enquanto o financiamento através de veículos financeiros dos governos locais aumentou de cerca de 16 para cerca de 37 por cento do PIB. No caso das famílias, este crédito corresponde essencialmente a hipotecas, com um reduzido rácio financiamento / valor da compra, e é menor que o montante detido em depósitos.
13. Este aspeto é acelerado pela "política de filho único", que foi entretanto parcialmente revertida.
14. Em setembro de 2015, foi adotada pelo BCE uma nova forma de cálculo dos empréstimos ajustados de vendas e titularização. Por esta razão, as séries apresentam algumas diferenças face ao que havia sido publicado no *Boletim Económico* de outubro de 2015 (*New data on loans to the private sector adjusted for sales and securitisation – ECB Economic Bulletin, Issue 7, 2015 – Box 4*).
15. Na estimação da taxa de juro real, a inflação esperada foi aproximada pela taxa de variação homóloga dos dados trimestrais do IHPC.
16. Ver (FMI, 2014).
17. Ver *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito – Resultados para Portugal*, Banco de Portugal.
18. Como *proxy* para o ativo total utiliza-se a soma dos valores da dívida e das ações e outras participações das empresas não financeiras.
19. A resolução do Banif afetou o saldo orçamental por via das injeções de capital realizadas pelo Estado e pelo Fundo de Resolução e da classificação no setor das administrações públicas da entidade criada para gerir os ativos problemáticos do banco, a Oitante. De referir que a quantificação do efeito orçamental desta operação se baseia num valor líquido da receita obtida com a alienação de ativos e passivos ao Banco Santander Totta e que a conversão dos instrumentos de capital contingente (CoCo's) do Banif em aumento de capital não teve impacto no défice das administrações públicas, por efeitos de consolidação. Para maior detalhe relativamente ao impacto nas contas das administrações públicas resultante da resolução do Banif, ver o destaque publicado pelo INE a 31 de março de 2016, que acompanha a divulgação da 1.ª notificação de 2016 no contexto do procedimento dos défices excessivos.
20. A definição de medidas temporárias utilizada segue a metodologia do Eurosistema.
21. Para uma descrição das medidas temporárias relativas a 2014 ver o *Boletim Económico* de maio e o de outubro de 2015.
22. Esta metodologia tem sido utilizada de forma consistente pelo Banco de Portugal na análise dos desenvolvimentos orçamentais. Para uma discussão relativa às vantagens e limitações das diferentes metodologias de cálculo do saldo estrutural, ver Tema em destaque *As regras orçamentais europeias e o cálculo dos saldos estruturais*, do *Boletim Económico* de outubro de 2015.
23. Em contabilidade nacional a Contribuição Extraordinária de Solidariedade é deduzida à despesa em pensões.
24. Para uma análise da evolução das prestações sociais em dinheiro em 2014, ver *Boletim Económico* de maio 2015.

25. Esta evolução sugere que um número significativo de beneficiários poderá ter atingido o final do período de recebimento do subsídio em 2015, sem ter encontrado emprego.
26. Relativamente às transferências do FSE recebidas pelas administrações públicas, com um contributo de -0,2 p.p. do PIB tendencial para a evolução da receita, importa destacar que o efeito no saldo é bastante diminuto, na medida em que a esta evolução correspondeu uma significativa redução de despesa com ações financiadas por este fundo europeu, como atrás mencionado.
27. Para além do efeito no saldo orçamental, a aplicação da medida de resolução ao Banif teve um impacto adicional na dívida, que resulta da inclusão de títulos de dívida emitidos pela Oitante utilizados na compra de ativos financeiros (0,3 por cento do PIB) e do passivo correspondente a 0,2 por cento do PIB que, após a resolução, se manteve na entidade residual Banif, S. A..
28. As contas-margem estão associadas a depósitos detidos pelo IGCP no âmbito de contratos de cobertura de risco de taxa de câmbio e de taxa de juro. Para maior detalhe relativamente ao registo das contas-margem na dívida pública, ver Caixa 2 "Revisões no défice e na dívida das administrações públicas: 2011-2014", incluída no *Boletim Económico* de outubro de 2015.
29. A taxa de juro implícita resulta do rácio entre a despesa em juros e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e do ano anterior.
30. De notar que a metodologia da Comissão Europeia para cálculo dos saldos estruturais, relevante no âmbito da avaliação do cumprimento dos compromissos europeus, difere da abordagem usada nas estimações do Banco de Portugal, que segue os procedimentos do Eurosistema.
31. Comissão Europeia (2016), *Fiscal Sustainability Report 2015*, janeiro.
32. Para maior detalhe sobre a metodologia subjacente à elaboração destes contributos ver: Kremer *et al.* (2006), "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *ECB Working paper* no. 579; e Braz, C. (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma actualização", *Boletim Económico* do inverno do Banco de Portugal.
33. Em 2015, a evolução dos reembolsos, que tipicamente afeta a componente residual da abordagem desagregada, teve um impacto negativo, embora de reduzida magnitude, na receita do IVA em percentagem do PIB tendencial. De facto, a redução acentuada destes reembolsos em contabilidade pública não teve paralelo em contabilidade nacional, devido ao ajustamento temporal.
34. Note-se que a retoma do processo de convergência face à União Europeia (UE15) foi influenciada pela dinâmica da população. Em particular, Portugal registou uma queda da população, em contraste com o aumento verificado na média da União Europeia.
35. A discrepância entre o crescimento real do VAB e o do PIB (1,5 por cento) prende-se essencialmente com a evolução dos impostos líquidos de subsídios, que cresceram 4,5 por cento em 2015.
36. Apesar de ainda não estarem disponíveis dados para 2015, este ano poderá ainda prolongar tal dinâmica.
37. A taxa de cobertura é calculada tendo em conta os indivíduos que estão desempregados, mas ativamente à procura de emprego tanto para efeitos de numerador como de denominador.
38. Os dados relativos à produtividade do trabalho em 2014 e 2015, provenientes das contas nacionais trimestrais, podem ainda sofrer revisões com a divulgação das contas anuais definitivas.
39. Tendo em conta a dinâmica populacional, o ritmo de convergência face à área do euro seria mais acentuado. No conjunto de 2014, o PIB *per capita* na área do euro registou um crescimento de 0,7 por cento, 0,8 p.p. abaixo do verificado em Portugal. Com base em estimativas do *Eurostat* para o crescimento da população, em 2015, o PIB *per capita* na área do euro terá registado um crescimento de 1,3 por cento, 0,7 p.p. abaixo do verificado em Portugal.
40. No conjunto de 2015, a FBCF em máquinas e equipamentos registou um crescimento de 2,7 por cento (14,4 por cento em 2014).
41. Os custos de contexto referem-se a efeitos negativos decorrentes de regras, procedimentos, ações ou omissões que prejudicam a atividade das empresas e que não são imputáveis às próprias empresas.
42. A análise da evolução das exportações por grupos de produtos mostra que, em 2015, as exportações de combustíveis registaram uma queda em termos nominais de 6,5 por cento (-17,2 por cento em 2014).
43. Em 2015, as receitas nominais cresceram 9,3 por cento (12,4 por cento em 2014), enquanto o crescimento do número de dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros nacionais se situou em 7,3 por cento (9,3 por cento em 2014).
44. O crescimento desta componente, particularmente significativo no mês de abril, traduziu em larga medida o impacto da importação de novos fármacos para o tratamento da Hepatite C.
45. Em abril de 2016, Angola apresentou um pedido de assistência financeira ao FMI. Recorde-se que, em 2009, também num contexto de descida do preço do petróleo, a economia angolana teve necessidade de assistência financeira do FMI.
46. De acordo com as estatísticas angolanas, no conjunto dos três primeiros trimestres de 2015, as importações nominais de bens reduziram-se 22,8 por cento. No mesmo período, a redução das exportações nominais ascendeu a 14 por cento.
47. A amostra inclui dez dos principais destinos geográficos das exportações portuguesas de bens (Espanha, Alemanha, França, Reino Unido, Países Baixos, Estados Unidos, Itália, Bélgica, China e Brasil). Angola, apesar do peso significativo nas exportações portuguesas de bens (6,6 por cento em 2014), não foi incluída por não existir informação detalhada disponível que permita o cálculo da quota nesse país.
48. Para detalhes sobre esta metodologia de análise de quota de mercado constante, ver Amador, J. e Cabral, S. (2008), "O desempenho das exportações portuguesas em perspetiva: uma análise de quota de mercado constante", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, outono 2008.
49. Em 2011 e 2012, uma análise de quota de mercado constante revelou um efeito quota de mercado positivo (*Relatório Anual* de 2012, Banco de Portugal, Caixa 5.1 "Quotas de mercado das exportações portuguesas em 2012: uma análise numa amostra de mercados de exportação").

50. Refira-se que o saldo conjunto da balança corrente e de capital apurado nas estatísticas da Balança de Pagamentos pode diferir da capacidade de financiamento apurada na ótica das Contas Nacionais devido a diferenças metodológicas entre as duas óticas. É o caso, em particular, do tratamento estatístico diferenciado das operações entre não residentes e algumas entidades com fins especiais (*Special Purpose Entities*) localizadas na Zona Franca da Madeira.
51. Recorde-se que, em 2014, ocorreu uma diminuição do volume de exportações de combustíveis, associada à interrupção temporária de atividade numa grande empresa do setor (Secção 5).
52. Em rigor, as estatísticas da balança de pagamentos são elaboradas de acordo com o princípio de mudança de propriedade ou princípio de especialização do exercício. Neste contexto, a balança de rendimentos regista não só os rendimentos recebidos e pagos como também os rendimentos a receber e os devidos, mesmo que ainda não tenham sido pagos. Por simplificação, recorre-se à terminologia de recebidos / pagos.
53. A dívida externa líquida é medida em termos simétricos relativamente à posição de investimento internacional, excluindo desta última os instrumentos de capital e derivados financeiros. Os instrumentos de capital estão classificados nas rubricas de investimento direto ou de investimento de carteira, consoante a natureza da relação entre entidades.
54. O registo implica a criação de uma entidade nocial residente, para efeitos estatísticos, que detém o terreno ou imóvel que, por sua vez, é adquirida pela entidade não residente.
55. Ou, alternativamente, aquisição de bens imóveis, cuja construção tenha sido concluída há, pelo menos, 30 anos ou localizados em área de reabilitação urbana e realização de obras de reabilitação dos bens imóveis adquiridos, no montante global igual ou superior a 350 mil euros.
56. Alternativamente, o limiar das transferências de capital pode ser de 250 mil, 350 mil ou 500 mil euros consoante seja aplicado em atividades de investigação científica, produção artística ou recuperação ou manutenção de património cultural ou fundos de investimento ou de capital de risco vocacionados à capitalização de pequenas e médias empresas





|| Tema em destaque

Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal

Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal

1. Introdução

A poupança das famílias e dos restantes setores da economia tem um papel importante como fonte de financiamento interna do investimento, influenciando por essa via o crescimento económico. Desde o início da área do euro, e até ao período anterior à crise económica e financeira, a poupança gerada pelos vários setores não foi suficiente para financiar as necessidades de investimento internas. Assim, o endividamento externo atingiu um nível muito elevado. A recuperação dos níveis de poupança interna é essencial para financiar o investimento e garantir que a dívida é sustentável. Deste modo, a análise do comportamento da poupança das famílias assume uma especial relevância no momento atual.

A taxa de poupança das famílias¹ em Portugal tem apresentado uma tendência de redução desde o início da união monetária, a qual foi apenas temporariamente interrompida no início da crise económica e financeira (Gráfico 1.1). Esta evolução contrasta com a registada na média da área do euro, onde a taxa de poupança se reduziu apenas ligeiramente

desde 1999, permanecendo num nível significativamente superior ao registado em Portugal. As taxas de poupança nos vários países europeus apresentam uma heterogeneidade significativa, situando-se em geral nos países do sul da Europa em níveis inferiores aos registados na média da área do euro (Gráfico 1.2). No período posterior à crise financeira, a taxa de poupança na área do euro reduziu-se ligeiramente. Esta redução não foi contudo generalizada a todos os países. Portugal encontra-se entre os países onde esta redução foi mais acentuada. Em 2015, a taxa de poupança das famílias em Portugal situou-se em 4,2 por cento enquanto a média da área do euro ascendeu a 12,5 por cento (respetivamente 7,5 e 13,0 por cento, em média no período 2009-2015). Estes dados têm gerado natural preocupação. Neste contexto, importa compreender a tendência descendente da taxa de poupança das famílias em Portugal, bem como a relevância deste comportamento para a análise dos restantes agregados macroeconómicos, num contexto de necessidade de continuar a corrigir desequilíbrios macroeconómicos acumulados no passado.

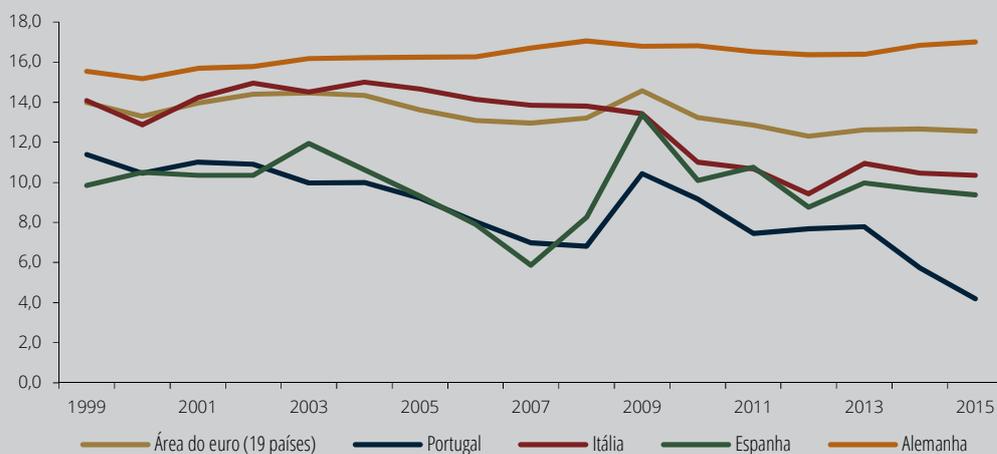


Gráfico 1.1 •
Taxa de poupança das famílias em Portugal e em outros países da área do euro
| Em percentagem do rendimento disponível

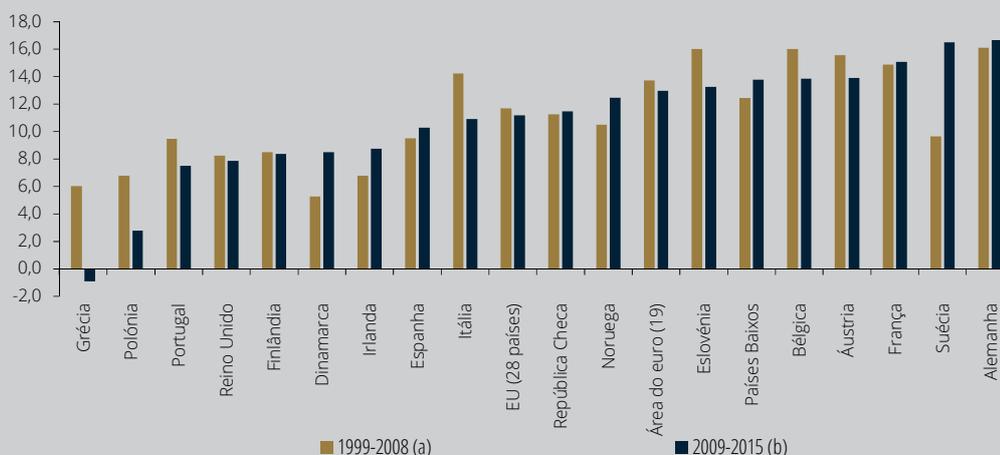
Fonte: Eurostat.

Este Tema em destaque visa caracterizar e compreender o comportamento da poupança das famílias em Portugal desde o início da área do euro, dando uma particular atenção ao período mais recente. Sublinhe-se que a análise debruçar-se-á fundamentalmente sobre a poupança das famílias, e não sobre a poupança nacional agregada. Não obstante, ao longo do Tema em destaque serão apresentadas reflexões que visam integrar as decisões de poupança das famílias no âmbito mais vasto das decisões dos diferentes setores da economia.

O artigo encontra-se estruturado da seguinte forma. Na secção 2, apresentam-se os fundamentos teóricos que enquadram as decisões de poupar das famílias, bem como evidência microeconómica que permite caracterizar e interpretar o comportamento da poupança em Portugal. Esta análise é efetuada com base em informação – de natureza ainda preliminar – do Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF), relativo ao ano de 2013. Estes dados permitem conhecer a distribuição da poupança na população e os motivos para poupar de famílias

com diferentes características demográficas e socio-económicas e são apresentados pela primeira vez neste Tema em destaque. Refira-se que o tipo de resultados do ISFF utilizados neste Tema em destaque assume uma natureza essencialmente estrutural, não estando significativamente afetados pelo facto do inquérito ter sido realizado num período caracterizado por elevada incerteza e por várias alterações nos comportamentos dos agentes económicos em Portugal. De facto, os resultados que serão apresentados são globalmente consistentes com os obtidos no ISFF conduzido em 2010, bem como com inquéritos realizados para os restantes países da área do euro (ECB, 2016a). Na secção 3 analisa-se o papel de vários determinantes na evolução da taxa de poupança nos últimos 15 anos. Na secção 4 discute-se a relevância da poupança das famílias no contexto do financiamento geral da economia, integrando as perspetivas financeira e não financeira dos fluxos de financiamento para o total da economia e para os diversos setores institucionais. Por fim, na secção 5, apresentam-se algumas considerações finais de natureza prospetiva.

Gráfico 1.2 •
Taxa de poupança das famílias em vários países da União Europeia
| Em percentagem do rendimento disponível



Fonte: Eurostat.

Notas: (a) Dados a partir de 2002 para a Polónia, 2006 para a Grécia e 2005 para a Eslovénia; (b) Devido à inexistência de dados para 2015 T4, no caso da Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Grécia e UE (28) assumiu-se para o ano de 2015 a taxa de poupança do ano terminado no 3.º trimestre de 2015.

Caixa 1 | Conceitos e medidas da poupança das famílias em contas nacionais

Esta caixa apresenta uma definição da poupança das famílias calculada a partir das contas nacionais e dos conceitos que com ela estão relacionados. Nos gráficos 1 e 2 ilustram-se algumas destas relações para a economia portuguesa. Antes de mais importa clarificar que o conceito de famílias aqui considerado corresponde ao que frequentemente se designa por particulares e inclui os setores das famílias (das quais também fazem parte os empresários em nome individual) e das instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias. Esta opção prende-se com o facto de as contas nacionais trimestrais (financeiras e não financeiras) não apresentarem os dados das famílias isoladamente mas apenas para o total dos particulares.

Grosso modo, a taxa de poupança das famílias é definida nas contas nacionais não financeiras como a proporção do rendimento disponível das famílias que não é gasta em consumo final de bens e serviços, ou seja:

$$\text{Taxa de poupança} = \text{Poupança} / \text{Rendimento disponível} * 100$$

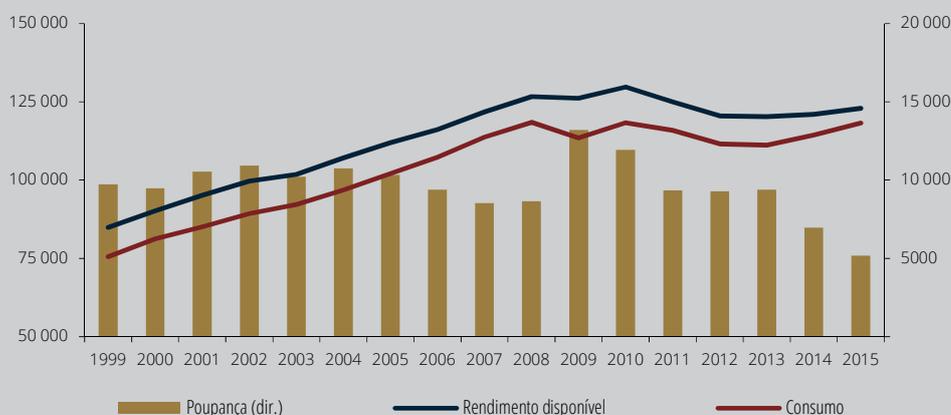
onde $\text{Poupança} = \text{Rendimento disponível} - \text{Despesa de consumo final}$

e $\text{Rendimento disponível} = \text{Remunerações do trabalho} + \text{Rendimentos de empresa e propriedade} + \text{Transferências (Prestações sociais e Outras transferências correntes)} - \text{Impostos diretos} - \text{Contribuições sociais}$

Refira-se que, em contas nacionais, é ainda considerado como poupança um ajustamento decorrente da variação dos direitos das famílias em fundos de pensões, que é também um recurso das famílias e por essa razão deve ser somado ao rendimento disponível das famílias. No caso português, a taxa de poupança com ou sem este ajustamento é muito semelhante, dado o peso diminuto desta variável no rendimento disponível.

É interessante também rever algumas relações básicas que permitem conciliar a perspetiva financeira e não financeira da evolução dos agregados das famílias. Numa perspetiva de obtenção e utilização de fundos, é habitual considerar do lado da obtenção de fundos o somatório da poupança com a variação do endividamento e com o saldo das transferências de capital recebidas (por exemplo ajudas ao investimento pagas pelo Estado ou pelo Resto do Mundo aos empresários em

Gráfico 1 • Poupança, rendimento e consumo das famílias | Milhões de euros



Fonte: INE.

nome individual). O conjunto destes fundos que as famílias dispõem em cada momento é utilizado para financiar a aquisição de ativos reais ou financeiros. A aquisição de ativos reais (designada nas contas nacionais não financeiras por investimento) corresponde no caso das famílias maioritariamente à aquisição de imóveis. Os ativos financeiros são compostos por moeda, depósitos, ações cotadas e não cotadas, títulos de dívida e outros instrumentos financeiros, entre os quais se incluem, por exemplo, participações em fundos de pensões. Assim, temos a seguinte relação:

Poupança + Transferências de capital + Variação do endividamento = Investimento + Aquisição de ativos financeiros

De forma equivalente, esta relação pode ser escrita como:

Aquisição de ativos financeiros – Variação do endividamento = Poupança – Investimento + Transferências de capital

Note-se que nesta relação o lado esquerdo corresponde à **Capacidade (+) ou Necessidade (-) de financiamento** apurada no âmbito das contas financeiras, a qual também é designada por poupança financeira, enquanto o lado direito corresponde à Capacidade (+) ou Necessidade (-) de financiamento apurada nas contas não financeiras.

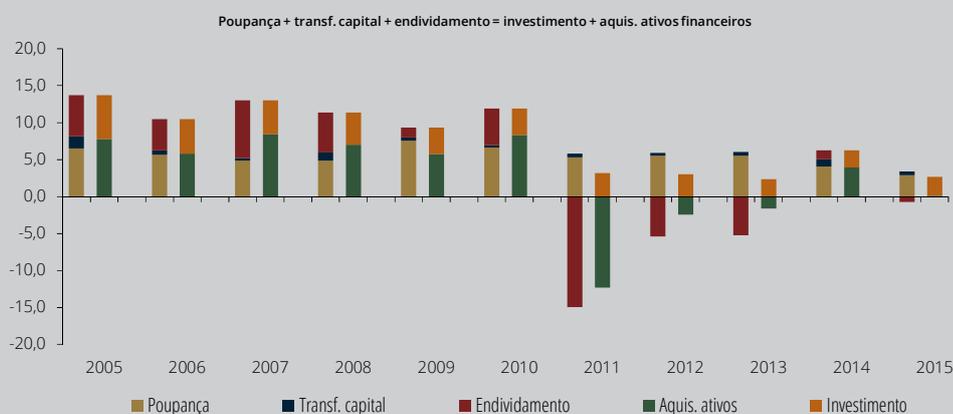
Para os restantes setores institucionais e para o total da economia é possível calcular de forma análoga a capacidade ou necessidade de financiamento, na perspetiva financeira e não financeira, utilizando as fórmulas anteriores.

Estes fluxos financeiros e não financeiros, quando acumulados ao longo do tempo, refletem-se no património (também designado de riqueza) das famílias. Este património, por se encontrar valorizado a preços de mercado, traduz não apenas as aquisições de ativos líquidos de vendas mas também variações de preço do *stock* acumulado desses ativos. Numa perspetiva de *stocks*, tem-se então:

Património (riqueza) total = Ativos financeiros + Ativos reais

Estes conceitos de riqueza podem ser também considerados em termos líquidos, o que corresponde a deduzir o valor da dívida ao valor dos ativos.

Gráfico 2 • Fluxos financeiros e não financeiros das famílias | Em percentagem do PIB



2. Enquadramento com base na teoria económica

As decisões de poupança dos indivíduos e das famílias visam fazer face à volatilidade do rendimento de forma a alcançar um consumo próximo do desejado ao longo da vida. Um ponto de partida fundamental em qualquer investigação sobre a poupança dos indivíduos é a teoria do ciclo de vida, tal como proposta originalmente por Modigliani e Brumberg (1954) e Ando e Modigliani (1963), bem como as inúmeras extensões que foram sendo cristalizadas na literatura ao longo das últimas décadas (ver, por exemplo, Deaton, 1992, ou Attanasio e Weber, 2010). Nesta secção, apresentam-se os elementos fundamentais desta teoria, bem como evidência empírica ilustrativa com base no ISFF de 2013.

A teoria do ciclo de vida começa por descrever o perfil de rendimento dos indivíduos ao longo da sua vida, num enquadramento sem riscos. Por diferentes razões – em particular associadas ao processo de pesquisa no mercado de trabalho, bem como a uma aprendizagem no posto de trabalho – cada agente tem um perfil de rendimento ascendente ao longo da vida ativa, e uma queda após a reforma. Tipicamente, o consumo dos indivíduos tende a crescer lentamente ao longo da vida, nomeadamente devido a hábitos no consumo. Esta evolução alisada do consumo implica que a poupança desejada seja crescente até ao pico de rendimento, que normalmente ocorre pouco antes da idade da reforma, e diminua posteriormente. Assim, a poupança tenderá a ser inferior tanto nos escalões etários mais baixos como nos mais altos. Note-se que, mesmo assumindo ausência de incerteza macroeconómica, os indivíduos podem apresentar poupança positiva no fim da vida (quanto mais não seja dada a incerteza quanto ao momento da morte). Globalmente, estas decisões de consumo intertemporal podem ser interpretadas como uma sequência de decisões estáticas em cada momento do tempo, em que o indivíduo leva em conta o seu rendimento permanente, ou seja, a soma dos rendimentos futuros esperados descontados para cada momento de decisão.

Esta teoria do comportamento individual pode ser estendida para o nível da família, em particular se se assumir a existência de mecanismos de partilha de rendimento e das decisões de consumo dentro do agregado familiar. O perfil em forma de U invertido do rendimento ao longo dos escalões etários e o alisamento intertemporal do consumo continuam assim a ser verificados. No entanto, a passagem para o nível das famílias exige algumas qualificações na análise. Em particular, alterações na composição dos agregados familiares ao longo do ciclo de vida implicam alterações nos padrões de consumo, nomeadamente no período em que os filhos são dependentes. Note-se que uma parte do aumento do consumo nestes agregados familiares está associada a despesas em educação, as quais, embora constituam investimento em capital humano, são contabilizadas nas contas nacionais como consumo. Deste modo, a poupança das famílias é baixa não só no início da vida ativa, mas também enquanto os filhos são dependentes, apenas aumentando quando os filhos se tornam independentes. Adicionalmente, para além das transferências *intervivos*, os agregados familiares podem partilhar rendimento intertemporalmente através de heranças. Este é mais um fator que contribui para que a poupança permaneça positiva nos últimos escalões etários.

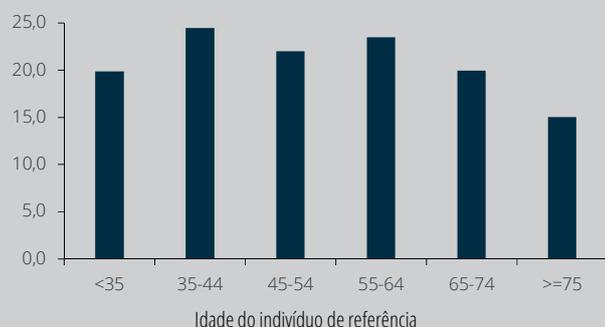
Este perfil da poupança ao longo do ciclo de vida pode ser confirmado, para o caso português, com base em evidência microeconómica recolhida no âmbito do ISFF 2013. Para cada família, a poupança foi calculada como a diferença entre o rendimento anual recolhido no ISFF e uma estimativa para o consumo de bens não duradouros, obtida cruzando os dados de consumo do ISFF com os do Inquérito à despesa das Famílias (IDEF)². A medida de poupança utilizada permite analisar a distribuição da poupança pela população; porém, dá apenas uma indicação quanto ao nível da poupança. Em particular, na análise que se segue é importante levar em consideração que os valores não são diretamente comparáveis com os das contas nacionais³.

De acordo com o ISFF, e por idade do indivíduo de referência⁴, a taxa de poupança mediana atinge os valores mais elevados nas classes de idade tipicamente associadas à vida ativa (Gráfico 2.1)⁵. Este comportamento parece sugerir que os indivíduos efetuam algum alisamento intertemporal do consumo. Em linha com a evidência empírica encontrada para muitos outros países, as taxas de poupança apresentam, contudo, uma variação de acordo com a idade pouco acentuada, situando-se em valores positivos tanto nas famílias em que o indivíduo de referência é mais novo, como naquelas em que é mais idoso. Com o objetivo de compreender melhor os fatores subjacentes a este comportamento, no gráfico 2.2 apresentam-se os valores medianos do consumo e do rendimento por classe etária. O gráfico apresenta não só os dados apurados para os diferentes agregados familiares, mas também os valores por adulto equivalente, ou seja, corrigidos da composição do agregado familiar⁶. O gráfico evidencia que o rendimento das famílias aumenta inicialmente com a idade e depois reduz-se. O consumo apresenta um padrão de evolução semelhante

embora mais alisado. Quando se leva em conta a composição da família, o consumo e o rendimento revelam um comportamento bastante alisado, continuando contudo a reduzir-se nas classes etárias mais elevadas.

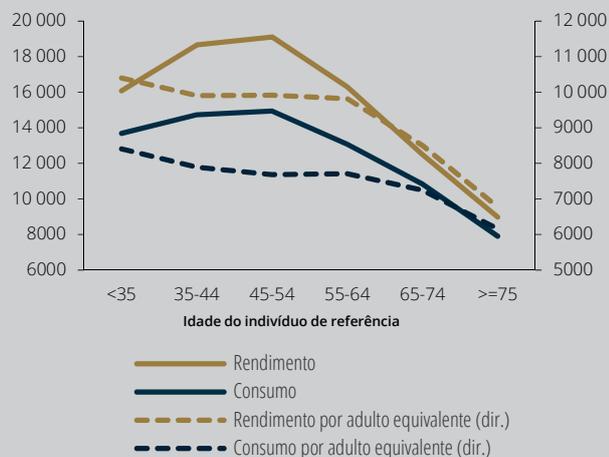
Para além de variar de acordo com o escalão etário, a evidência sugere que a poupança das famílias pode diferir de acordo com o nível de riqueza inicial e com o potencial de acumulação de riqueza ao longo do ciclo de vida (nomeadamente devido a diferenças na produtividade do trabalho). Os dados micro revelam, de facto, que a taxa de poupança aumenta com a riqueza líquida ou com os níveis de escolaridade, variáveis que estarão muito correlacionadas com o rendimento permanente (Gráficos 2.3 e 2.4). Esta relação positiva é observada para cada escalão etário. Este comportamento, frequentemente encontrado na literatura empírica, tem sido reconciliado com a teoria económica, por exemplo, considerando que os agentes têm preferências em que a sua utilidade depende de desvios do consumo face a um cabaz de bens básicos ou em que a poupança constitui um bem de luxo.

Gráfico 2.1 • Taxa de poupança mediana, por idade
| Em percentagem



Fonte: ISFF.

Gráfico 2.2 • Rendimento e consumo, por idade
| Valores medianos, em euros



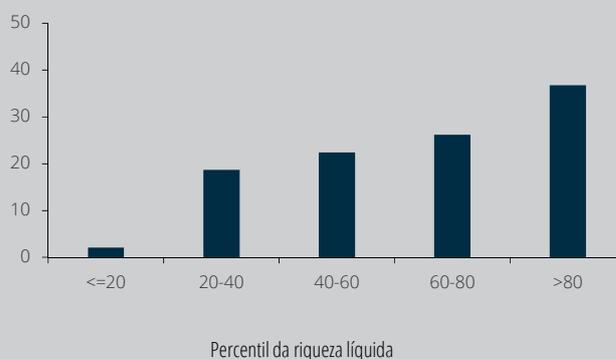
Fonte: ISFF.

A teoria do ciclo de vida permite igualmente enquadrar a resposta dos agentes face a alterações não previstas (choques) no seu rendimento. Numa versão simples, um choque temporário negativo (positivo) sobre o rendimento não altera significativamente o padrão de consumo, pelo que será refletido quase na íntegra numa redução (aumento) da poupança. Este alisamento do consumo pode implicar uma variação temporária do endividamento das famílias. Por seu turno, um choque negativo (positivo) e permanente no rendimento implica uma revisão em baixa (alta) do consumo, sem efeitos na poupança. Estas implicações da teoria resultam de versões simples do modelo de ciclo de vida mas são muito importantes para balizar os traços fundamentais da resposta dos agentes face a diferentes choques económicos.

A introdução de risco e incerteza no modelo de ciclo de vida implica que o comportamento dos agentes anteriormente descrito deva ser qualificado. De facto, parte importante da poupança das famílias não está associada a um futuro certo mas à incerteza face ao futuro. Esta incerteza refere-se não só ao estado da economia

mas também a fatores demográficos como a esperança de vida. De modo a precaverem-se face à possibilidade de reduções não antecipadas do seu rendimento futuro (ou aumentos não esperados de despesa), os indivíduos tendem a acumular riqueza adicional face à que seria necessária para manter o nível de consumo que desejam ao longo da vida, ou seja, poupam por motivo de precaução (Carrol, 2001). Este comportamento só ocorre dada a existência de mercados de seguro incompletos e de restrições no acesso ao crédito. De facto, não obstante a intervenção do Estado no sentido de cobrir determinados eventos – nomeadamente o desemprego, doença e velhice – bem como a existência de redes de segurança entre diferentes famílias (tipicamente de gerações sucessivas), as contingências adversas que afetam cada família não se encontram cobertas na íntegra (Feldstein, 1985). A poupança por motivo de precaução será assim maior no caso de um aumento da incerteza, de uma diminuição do acesso ao crédito (já observada ou esperada no futuro) e de um enfraquecimento da rede de segurança social do Estado e das famílias (igualmente já observada ou esperada).

Gráfico 2.3 • Taxa de poupança mediana, por percentil da riqueza líquida | Em percentagem



Fonte: ISFF.

Gráfico 2.4 • Taxa de poupança mediana, por nível de escolaridade | Em percentagem



Fonte: ISFF.

Estas alterações da poupança por motivo de precaução podem ter efeitos quantitativos relevantes para a poupança agregada das famílias.

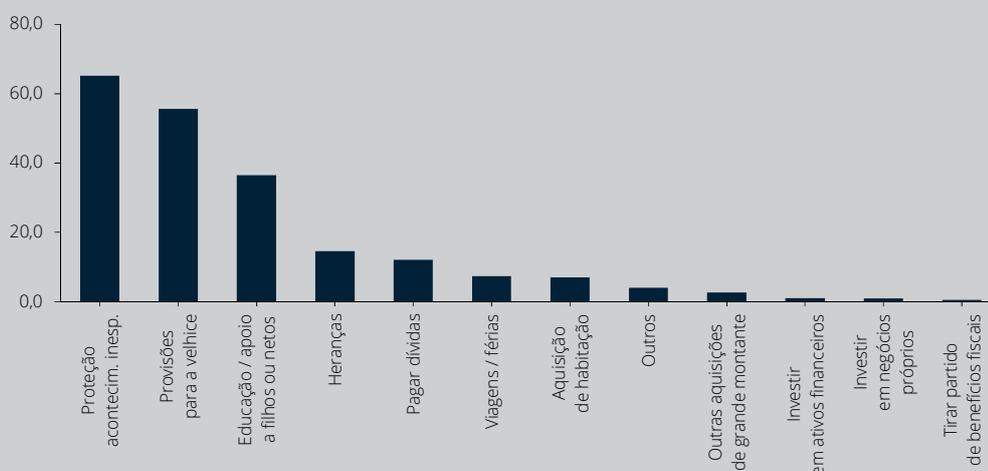
A importância do motivo de precaução é confirmada nos dados do ISFF 2013, segundo os quais as famílias portuguesas poupam principalmente para se protegerem contra acontecimentos inesperados (Gráfico 2.5). Isto sugere a importância de levar em conta o nível de incerteza prevalente na economia na interpretação do comportamento da poupança. Os outros motivos apontados com maior frequência pelas famílias como determinantes importantes das suas decisões de poupança são a constituição de provisões para a velhice, bem como a educação / apoio de filhos e netos.

Quando se cruzam os motivos para poupar com as características das famílias conclui-se que a maior importância da poupança por motivo precaução é comum a todas as classes de idade, de rendimento e de riqueza líquida. Naturalmente, os motivos subjacentes à poupança por precaução podem diferir de acordo com o tipo de famílias. Por exemplo, no caso dos mais velhos, a poupança por precaução visa provavelmente cobrir o risco de problemas de saúde ou a possibilidade de viverem mais anos que o antecipado. Nas famílias com indivíduos em idade ativa,

a poupança por precaução poderá estar em parte associada ao risco de desemprego. Como se pode ver no gráfico 2.6, o motivo precaução parece assumir elevada relevância para os mais novos. Outros motivos que assumem uma importância mais elevada para os mais novos são a poupança para compra de casa e para viagens e férias, as quais correspondem a despesas com um carácter esporádico. Este comportamento pode em parte ser justificado pela existência de uma maior percentagem de famílias nesta classe etária com restrições de liquidez. No caso das idades mais avançadas, a manutenção de taxas de poupança relativamente elevadas poderá ser justificada não só pelo motivo de precaução mas também pela constituição de provisões para a velhice e para heranças, cuja importância parece aumentar com a idade. O gráfico 2.6 revela adicionalmente que a importância da poupança para educação e para o pagamento de dívidas tem um máximo na classe etária de 35-44 anos (o que é consistente com a predominância de famílias com filhos em idade escolar e com dívidas de montantes mais elevados nesta classe etária).

Dotados deste enquadramento teórico e desta evidência, a secção seguinte explorará um conjunto de fatores que terão contribuído para

Gráfico 2.5 •
N.º de famílias que considera importante poupar para motivos selecionados
| Em percentagem, do total de famílias



Fonte: ISFF.

Nota: A soma das percentagens é maior que 100 pois cada família pode selecionar vários motivos para poupar.

a diminuição da taxa de poupança em Portugal desde o início da área do euro, incluindo o período mais recente após a crise financeira global.

3. Fatores subjacentes à evolução da taxa de poupança das famílias desde 1999

Entre 1999 e 2015, a taxa de poupança das famílias diminuiu de cerca de 11,4 por cento para 4,2 por cento do rendimento disponível⁷. A poupança do conjunto das famílias diminuiu, em termos nominais, cerca de 47 por cento. Uma queda tão acentuada não pode obviamente ser imputada a uma razão única. Nesta secção, procurar-se-á investigar o papel de vários fatores explicativos complementares – e fortemente interligados em alguns casos – que terão contribuído para explicar a evolução da poupança das famílias desde o início da área do euro. Este roteiro terá como guia a teoria económica, tal como apresentada na secção anterior, conjugada com evidência micro e macroeconómica. Na secção 2 concluiu-se que a evolução da poupança das famílias depende *inter alia* da idade dos agentes, do seu rendimento, da sua riqueza, bem como do acesso aos mercados de seguro e de crédito. Adicionalmente, enfatizaram-se fatores como o grau de incerteza e a natureza dos

choques económicos que condicionam a evolução da economia em cada momento. Neste âmbito, a presente secção começa por avaliar o papel de quatro dinâmicas que caracterizaram a economia portuguesa ao longo de todo o período: (i) a diminuição das restrições de liquidez e a evolução do acesso aos mercados de crédito (Subsecção 3.1); (ii) a evolução da riqueza líquida (Subsecção 3.2); (iii) a evolução da distribuição do rendimento (Subsecção 3.3); e (iv) as alterações demográficas (Subsecção 3.4). Em seguida, a análise procura compreender alguns fatores que terão influenciado de forma particular a evolução da taxa de poupança desde a eclosão da crise financeira internacional. Neste âmbito, serão avaliadas dimensões como (i) o aumento da incerteza macroeconómica (Subsecção 3.5); (ii) a perceção dos agentes relativamente à persistência dos choques macroeconómicos (Subsecção 3.6); e (iii) a interação entre a evolução da poupança das famílias e a dos restantes setores da economia (Subsecção 3.7). Um fator não abordado individualmente nesta análise é a relevância da taxa de juro real. Refira-se que a literatura económica sugere que o efeito desta variável sobre a taxa de poupança é ambíguo, o que é confirmado em termos empíricos, quer para Portugal quer para outros países.

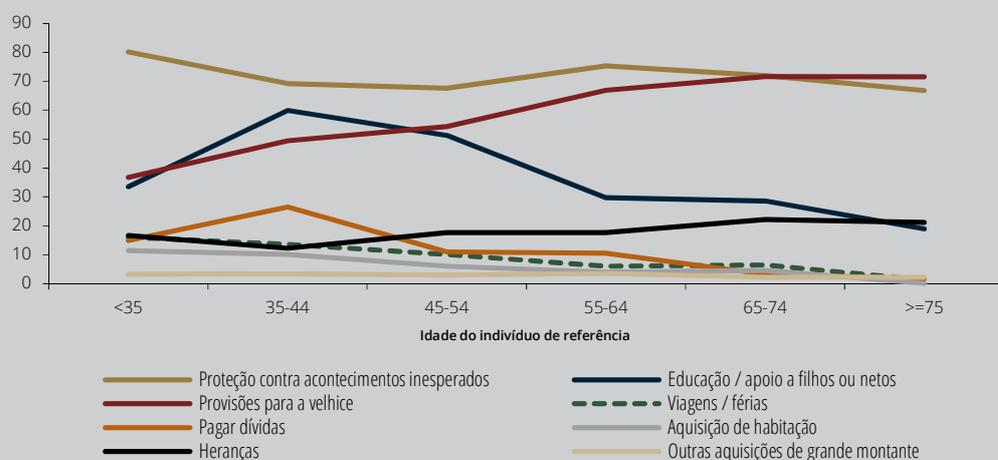


Gráfico 2.6 •
N.º de famílias que considerou importante determinados motivos para poupar | Em percentagem do total de famílias em cada classe

Fonte: ISFF.

Esta investigação permitirá traçar um cenário possível para a evolução da poupança das famílias no futuro próximo, que será apresentado na secção das conclusões.

3.1. Variações nas restrições de liquidez

De acordo com a teoria económica, a existência de restrições de acesso ao crédito pode condicionar o nível e a evolução da taxa de poupança. O aumento da restritividade / ou do custo do acesso ao crédito reduz o consumo dos agentes em que a restrição de crédito é ativa, dada a impossibilidade de financiarem o seu nível de consumo desejado, bem como dos restantes agentes, que aumentam a poupança de modo a precaverem eventuais quedas futuras de rendimento.

No caso da economia portuguesa, a participação na área do euro correspondeu a uma transição para um regime económico caracterizado por taxas de juro nominais mais baixas e menos voláteis bem como por um maior acesso ao crédito, o que induziu um aumento do nível de endividamento de equilíbrio dos agentes. No período até à crise financeira global, o aumento do endividamento das famílias refletiu um acesso ao crédito de famílias anteriormente não endividadas, bem como a um maior endividamento de famílias

já endividadas (ver DEE, 2009). Neste período, a perceção de risco era particularmente baixa em todos os segmentos do mercado e generalizou-se a convicção de que as menores restrições de liquidez e de acesso ao crédito seriam permanentes.

Neste quadro, as taxas de crescimento do crédito foram muito elevadas, ascendendo a uma média anual de cerca de 14 por cento entre 1999 e 2008. Este crescimento compara com uma variação média anual do rendimento disponível nominal de cerca de 5 por cento no mesmo período). O forte dinamismo do crédito foi extensível ao crédito ao consumo e ao crédito para aquisição de habitação (Gráfico 3.1). O quadro de financiamento abundante, intermediado pelo setor bancário, contribuiu assim para a diminuição estrutural da taxa de poupança na primeira década do euro. Este movimento foi igualmente observado noutros países marcados pelo processo de convergência nominal no âmbito da adesão ao euro.

Após a eclosão da crise financeira internacional, o grau de restritividade do acesso ao mercado de crédito aumentou significativamente. Esta evolução verificou-se tanto no segmento do consumo como da habitação (Gráficos 3.2 e 3.3).

Gráfico 3.1. • Evolução dos empréstimos às famílias
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.2. • Condições de concessão de crédito à habitação



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Um valor positivo (negativo) dos critérios de concessão de crédito significa que, no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, os bancos reportaram em média um aumento (uma redução) da restritividade, face ao trimestre anterior, nos critérios de concessão de empréstimos às famílias para habitação.

Simultaneamente, os diferentes agentes reavaliaram a perceção de risco relativamente à dívida pública e privada. Globalmente, a maior probabilidade de se tornarem ativas restrições de liquidez nos balanços das famílias terá assim contribuído para o ligeiro aumento, em média, da taxa de poupança no período 2008-2013.

Mais recentemente, as condições no mercado de crédito iniciaram um processo de normalização, embora o grau de restritividade e de aversão ao risco do sistema bancário permaneça ainda claramente acima do observado no período anterior à crise financeira global. Globalmente, a evolução recente do crédito ao consumo sugere que o acesso ao mercado de crédito não estará a condicionar muito significativamente a dinâmica atual da taxa de poupança das famílias.

3.2. A evolução da riqueza líquida

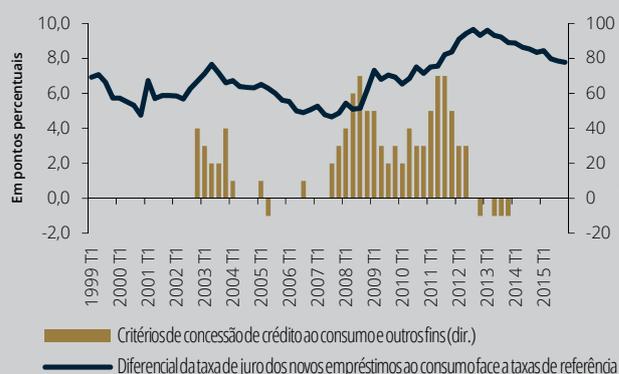
De acordo com a teoria económica, após um aumento permanente da riqueza líquida é de esperar um efeito permanente sobre o consumo. Nas Contas Nacionais, as variações da riqueza traduzem não só transações mas também variações de preços, sem impacto no rendimento disponível. Deste modo, alterações apercebidas

como permanentes no valor da riqueza podem implicar variações em sentido contrário da poupança, tal como medida nas Contas Nacionais.

As estimativas sobre a propensão marginal a consumir em Portugal decorrente de alterações de longo prazo da riqueza apontam para valores relativamente baixos e sujeitos a elevada incerteza (Farinha, 2008 e Castro, 2007). Estes estudos sugerem que a propensão a consumir é positiva, quer no caso de variações persistentes de preços de ativos financeiros quer no caso de variações de preços dos ativos reais. Existe assim uma relação negativa entre o valor dos ativos financeiros e reais e o nível de poupança de equilíbrio. Adicionalmente, importa referir que um aumento do preço dos ativos reais poderá aumentar o valor do colateral disponível para fazer face a choques temporários sobre o rendimento ou sobre o consumo, por via de um aumento do endividamento.

A evolução da riqueza líquida em Portugal desde o início da área do euro é apresentada no gráfico 3.4. O gráfico sugere que o aumento da riqueza líquida em Portugal acompanhou basicamente o crescimento nominal do rendimento disponível. Contudo, o peso dos ativos financeiros

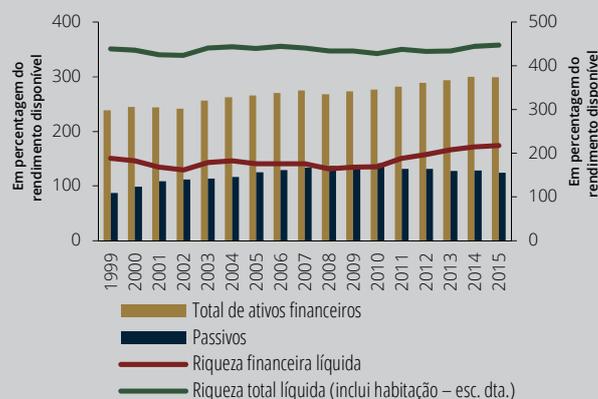
Gráfico 3.3 • Condições de concessão de crédito ao consumo



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Um valor positivo (negativo) critérios de concessão de crédito significa que, no *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, os bancos reportaram em média um aumento (uma redução) da restritividade, face ao trimestre anterior, nos critérios de concessão de empréstimos às famílias para consumo.

Gráfico 3.4 • Património das famílias



Fontes: INE e Banco de Portugal.

no total da riqueza líquida aumentou ao longo do tempo. Esta observação pode ser importante dado que os ativos financeiros se concentram nas famílias com maior riqueza líquida, e que estas famílias são as que dão um maior contributo para a poupança agregada. De facto, o último quintil da riqueza líquida total detém mais de 65 por cento do total da riqueza financeira e é responsável por cerca de 50 por cento da poupança total (Gráfico 3.5). O aumento do peso relativo da riqueza em ativos financeiros poderia assim ter contribuído para uma redução da poupança total agregada, embora apenas na medida em que estivesse associada a variações apercebidas como permanentes no preço dos ativos financeiros. A evidência disponível não permite, no entanto, aferir a importância deste mecanismo no período em análise.

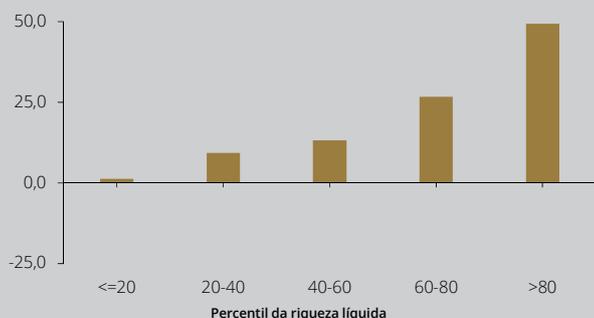
Neste âmbito, importa igualmente referir que uma parte relevante da poupança das famílias endividadas em Portugal é aplicada na amortização de capital associada ao endividamento. O gráfico 3.6 apresenta uma estimativa para a evolução do peso destas amortizações desde 1999. Note-se que existe uma tendência globalmente ascendente do peso das amortizações no rendimento disponível até ao eclodir da crise financeira, sendo que se observa nos últimos anos uma diminuição gradual, num contexto de desalavancagem das famílias.

3.3. A evolução da distribuição do rendimento

A taxa de poupança aumenta monotonamente com o rendimento das famílias (Gráfico 3.7). Este facto implica que a poupança se distribui de forma muito desigual entre a população. Os dados do ISFF apresentados no gráfico 3.8 confirmam as conclusões para Portugal de Alves e Cardoso (2010), assim como a evidência microeconómica existente para outros países (veja-se, por exemplo, ECB, 2016b). Segundo estes dados, cerca de 80 por cento da poupança em Portugal é gerada pelo 20 por cento das famílias que têm rendimentos mais elevados. Em contraste, as famílias de menores rendimentos apresentam uma poupança negativa.

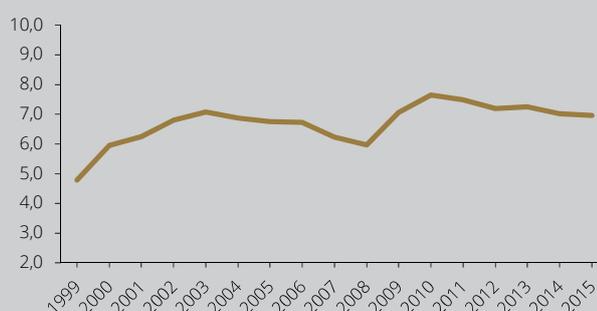
Neste contexto, alterações da desigualdade na distribuição do rendimento poderão ter um impacto não negligenciável sobre a evolução da poupança agregada. Um indicador simples para descrever a evolução da distribuição do rendimento é a proporção do rendimento total auferida pelos vários quintis de rendimento ao longo do tempo. O gráfico 3.9 apresenta esta evidência para Portugal, centrando-se no período entre 2003 e 2013, anos para os quais existem dados comparáveis publicados pelo Eurostat. O gráfico evidencia que a proporção do rendimento total auferida pelo quintil mais

Gráfico 3.5 • Distribuição da poupança, por percentil da riqueza líquida | Em percentagem



Fonte: ISFF.

Gráfico 3.6 • Estimativa da amortização de capital das famílias | Em percentagem do rendimento disponível



Fonte: Banco de Portugal.

elevado da distribuição do rendimento diminuiu sustentadamente até 2009, estabilizando desde então. Todos os restantes quintis da distribuição aumentaram o seu peso no total do rendimento da economia até 2009, estabilizando igualmente no período 2010-13.

O impacto da diminuição da desigualdade na distribuição do rendimento sobre a evolução da taxa de poupança pode ser aferido, ainda que de forma mecânica, aplicando as taxas de poupança medianas estimadas para cada quintil de rendimento (Gráfico 3.7) à evolução do peso relativo de cada quintil no rendimento total. Este cálculo simples – dado que não leva em conta os choques e as alterações estruturais subjacentes à evolução da distribuição do rendimento – sugere que cerca de 1 ponto percentual da descida na taxa de poupança agregada até 2009 poderá ser atribuída à redução da desigualdade na distribuição do rendimento.

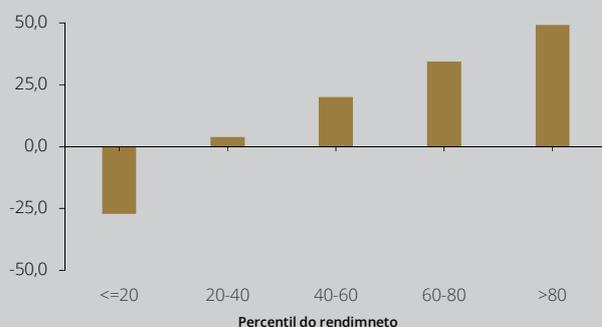
3.4. Alterações demográficas

A teoria do ciclo de vida implica que as taxas de poupança aumentam ao longo da idade ativa e caem após a idade de reforma. Alterações significativas da estrutura demográfica poderão assim ter implicações sobre a evolução da poupança agregada. Uma população com uma

maior percentagem de idosos tenderá, apenas por este efeito de estrutura, a apresentar taxas de poupança inferiores. No entanto, outras dinâmicas demográficas poderão atuar em sentido contrário. Por exemplo, uma diminuição da taxa de fertilidade tende a aumentar a poupança das famílias mais jovens. Adicionalmente, o aumento da esperança de vida poderá encorajar um aumento da poupança logo desde a vida ativa no caso de haver uma expectativa de necessidade de financiamento de períodos de reforma mais longos. Globalmente, estes efeitos estão condicionados pela rede de segurança social em vigor e pelas expectativas relativamente à sua evolução no futuro.

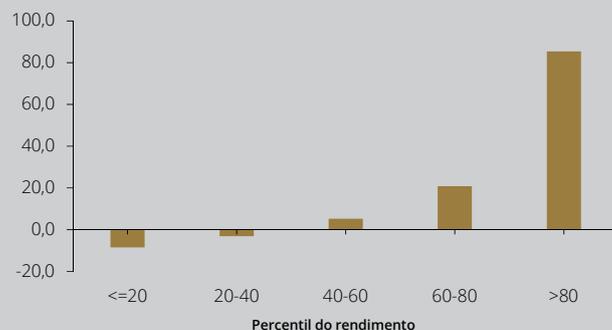
No caso da economia portuguesa, o envelhecimento populacional é um traço demográfico fundamental (Gráfico 3.10). Este processo deverá persistir no futuro (ver Tema em destaque Transição demográfica e crescimento na economia portuguesa, *Boletim Económico* do Banco de Portugal de outubro de 2015). Note-se que, no caso da economia portuguesa, a taxa de poupança nos escalões etários mais elevados é inferior à média da população total (Gráfico 2.1). Deste modo, os agregados com mais baixas taxas de poupança tenderão a aumentar o seu peso na população total. No entanto, centrando a análise entre 1999 e 2015, pode concluir-se

Gráfico 3.7 • Taxa de poupança mediana, por percentil do rendimento | Em percentagem



Fonte: ISFF.

Gráfico 3.8 • Distribuição da poupança, por percentil do rendimento | Em percentagem



Fonte: ISFF.

que a alteração demográfica já observada não terá contribuído significativamente para a descida da taxa de poupança das famílias em Portugal. Este cálculo sublinha que o impacto das alterações demográficas sobre a evolução da taxa de poupança é um processo que se materializa apenas no muito longo prazo.

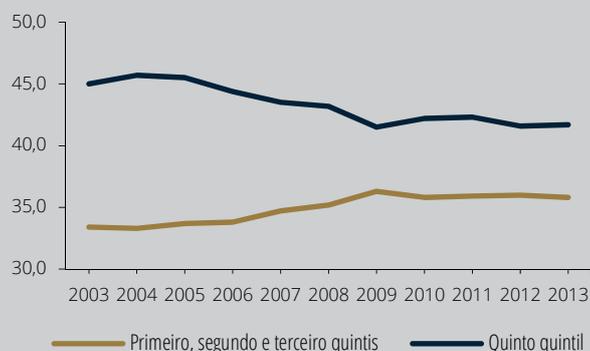
3.5. A incerteza e a poupança por motivos de precaução

Com a eclosão da crise financeira global, a taxa de poupança das famílias interrompeu a tendência descendente evidenciada na década anterior. Mais recentemente, após a finalização do Programa de Assistência Económica e Financeira, a taxa de poupança voltou novamente a cair significativamente. A subsecção 3.1 já evidenciou que a maior restritividade no mercado de crédito e a reavaliação das expectativas quanto à prevalência de restrições de liquidez terão contribuído para o aumento da taxa de poupança das famílias entre 2008 e 2013. A reversão destas dinâmicas terá igualmente contribuído para a posterior diminuição da poupança. Nesta subsecção procurar-se-á avaliar o contributo de um fator inter-relacionado com os acima descritos: o aumento (e posterior diminuição) da incerteza e da poupança por motivos de precaução.

Como foi evidenciado na secção 2, a precaução é o fator mais referenciado pelas famílias portuguesas como motivação para a poupança. De facto, a incerteza quanto a variações futuras do rendimento, conjugada com uma aversão ao risco pelas famílias, gera um incentivo à poupança por motivo de precaução (Carrol, 1992). Um aumento da incerteza aumenta naturalmente o incentivo a poupanças adicionais, que será amplificado no caso de existirem restrições de liquidez significativas (Subsecção 3.1).

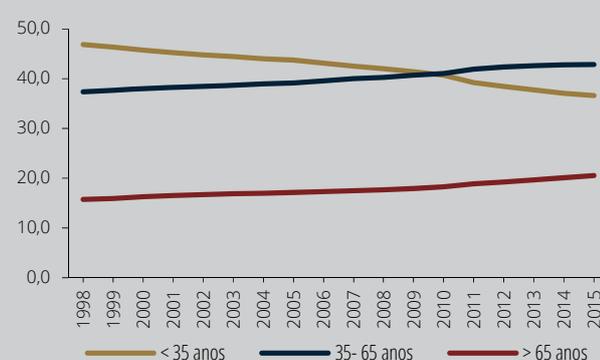
A poupança por motivos de precaução terá sido particularmente expressiva no contexto da incerteza associada à recessão global de 2009, bem como ao período recessivo entre 2011 e 2012. Nestes anos, as expectativas dos agentes deterioraram-se de forma marcada. Esta deterioração é bem visível nas expectativas das famílias quanto à evolução do desemprego (Gráfico 3.11). Nestes períodos de forte incerteza macroeconómica, as taxas de poupança tendem a aumentar, tal como se observou também na média da área do euro em 2009 (Gráfico 1.1). Num contexto de incerteza exacerbada, as decisões de consumo de bens duradouros (analogamente às decisões de investimento das empresas) tendem a ser adiadas. Este processo

Gráfico 3.9 • Fração do rendimento auferido pelos diferentes quintis de rendimento | Em percentagem



Fonte: Eurostat (EU-SILC).

Gráfico 3.10 • População por escalão de idade | Em percentagem do total



Fonte: INE.

de adiamento generalizado de despesas de consumo em bens duradouros, que contribuiu para quedas sem precedentes desta variável, é ilustrado no gráfico 3.12.

A partir de 2013, num quadro de recuperação económica gradual, observou-se uma diminuição da incerteza macroeconómica, expressa numa substancial melhoria nas expectativas das famílias (Gráfico 3.11). Esta alteração terá sido particularmente marcada no caso das famílias que não sofreram transições para situações de desemprego. A diminuição da incerteza incentivou a concretização de decisões de despesa em bens duradouros adiadas nos anos anteriores, o que contribuiu para variações muito significativas desta variável em 2014 e 2015. De acordo com esta interpretação, será de esperar uma normalização do crescimento do consumo de bens duradouros no futuro, mais em linha com a relação habitual com o rendimento disponível e com o custo do crédito. Esta dinâmica deverá contribuir para um aumento da poupança no futuro próximo.

3.6. A perceção dos agentes relativamente à persistência dos choques

A teoria do ciclo de vida sugere que, face a choques temporários sobre o rendimento, o

consumo das famílias não se altera. Em contraste, no caso de choques permanentes, o consumo ajusta-se ao novo nível de rendimento permanente. No contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira, o comportamento das famílias foi consistente com uma perceção de que os choques sobre o rendimento assumiam uma natureza bastante persistente. De facto, num quadro de diminuição sem precedentes do rendimento disponível, mesmo o consumo corrente – que tipicamente exhibe um comportamento relativamente alisado – apresentou uma queda acentuada (Gráfico 3.13). Analogamente, a forte melhoria nas expectativas das famílias a partir de 2013 também terá estado associada a uma revisão das expectativas quanto ao rendimento permanente, num quadro de reversão estrutural de medidas de política anteriormente adotadas e de perceção de que a longa sequência de choques económicos adversos teria terminado. Deste modo, o aumento do consumo corrente observado em 2014 e 2015 terá sido, em parte, influenciado por uma revisão do nível ótimo de consumo, de forma a torná-lo consistente com a nova expectativa quanto ao rendimento permanente das famílias.

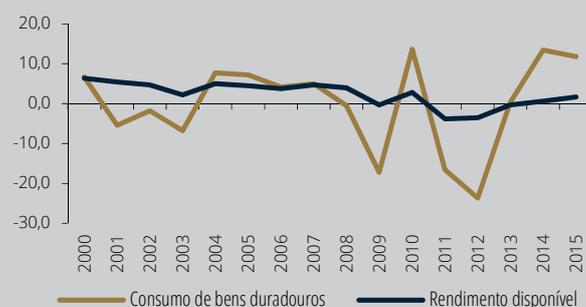
Gráfico 3.11 • Expectativas dos consumidores quanto ao desemprego para os próximos 12 meses



Fonte: Comissão Europeia.

Nota: Valores corrigidos de sazonalidade, médias médias de 3 meses.

Gráfico 3.12 • Rendimento disponível e consumo de bens duradouros | Taxas de variação nominais



Fonte: INE.

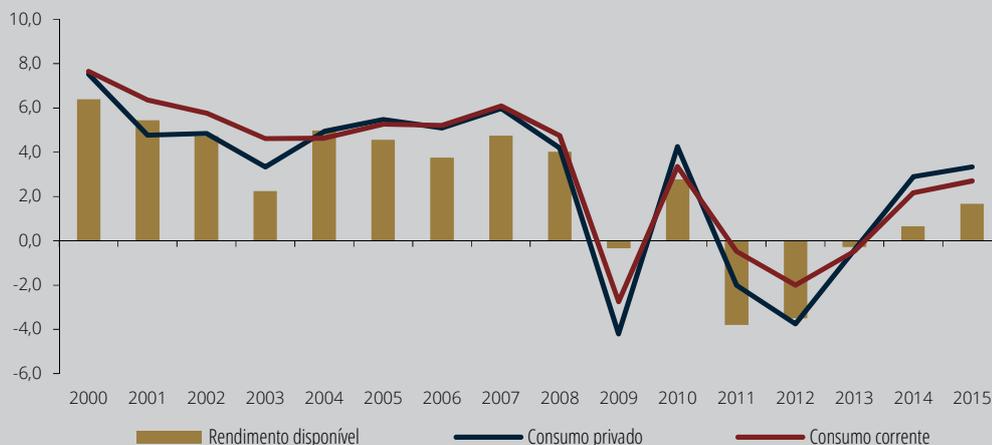
3.7. A relação com a poupança de outros setores económicos

A evolução da poupança das famílias não pode ser dissociada da poupança dos restantes setores da economia. Mesmo numa perspetiva meramente de contabilidade nacional, é bem sabido que existem rendimentos cuja setorização é particularmente difícil, como por exemplo os rendimentos de propriedade das famílias ou o excedente bruto de exploração de empresas muito pequenas. Adicionalmente, existem transações entre setores que influenciam diretamente a poupança de um setor em detrimento de outro, como é o caso da distribuição de dividendos das empresas ou o aumento de impostos sobre as famílias. Finalmente, em períodos de restritividade no acesso ao crédito, a menor intermediação do setor bancário pode ser compensada por um aumento do financiamento direto das famílias às empresas. Esta situação será mais prevalente no caso das micro e pequenas empresas. O gráfico 3.14 ilustra algumas destas relações inter-setoriais e evidencia que, no período entre 2011 e 2013, a diminuição do rendimento das famílias esteve intimamente associado a uma diminuição da massa salarial paga pelo setor público e privado, bem como a um aumento dos impostos diretos.

A existência de mecanismos de seguro intertemporal entre famílias e empresas – bem como a dificuldade em traçar uma linha estatística precisa na respetiva poupança – sugere que uma análise agregada destes setores poderá fornecer informação complementar relevante. O gráfico 3.15 apresenta evidência relativamente a um conjunto de países da área do euro em que a poupança das famílias registou alguma tendência de redução após 2009. O gráfico revela que, em contraste, a poupança do setor privado não financeiro se manteve relativamente estável neste período. Portugal não é exceção neste domínio. Este resultado levanta questões sobre qual o grau de agregação ótimo para realizar uma análise do comportamento da poupança numa economia. A publicação pelo INE das Contas Nacionais definitivas para 2014 e 2015 será instrumental para responder a esta questão no caso da economia portuguesa.

No que se refere à ligação com o setor público, a literatura sugere que o aumento da poupança do setor público tende a ser parcialmente compensada por uma diminuição da poupança do setor privado. Esta resposta das famílias a alterações da poupança do setor público será tanto maior quanto menos significativas forem as restrições de liquidez e quanto maior

Gráfico 3.13 •
Consumo privado e rendimento disponível
| Taxas de variação nominais



Fonte: INE

for o horizonte temporal subjacente às decisões das famílias.

4. A poupança das famílias no contexto do financiamento da economia

A poupança interna de uma economia tem um papel importante como fonte de financiamento do investimento, influenciando por essa via o nível de capital por trabalhador e o crescimento económico. De facto, numa economia em que o *stock* de capital se situe abaixo do óptimo, a capacidade produtiva será menor,

a produtividade do trabalho mais reduzida e como consequência existirá um nível inferior de salários reais e de consumo.

A poupança das famílias corresponde ao rendimento disponível deste sector que não é utilizado para consumo final de bens e serviços e que portanto está disponível para ser investido em ativos reais e em ativos financeiros. O investimento das famílias em ativos reais corresponde essencialmente ao investimento em habitação, um dos principais determinantes do *stock* de imóveis existente na economia.

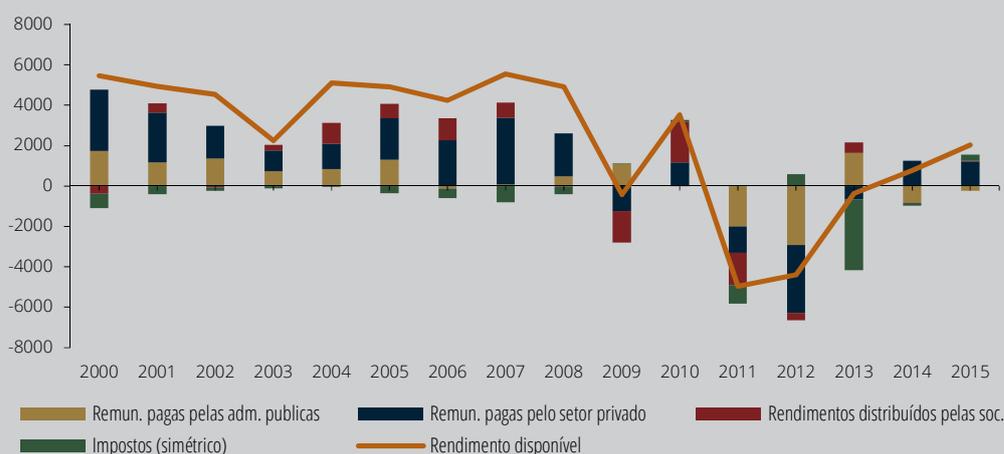


Gráfico 3.14 •
Variação do rendimento disponível das famílias e de algumas das principais componentes
| Milhões de euros

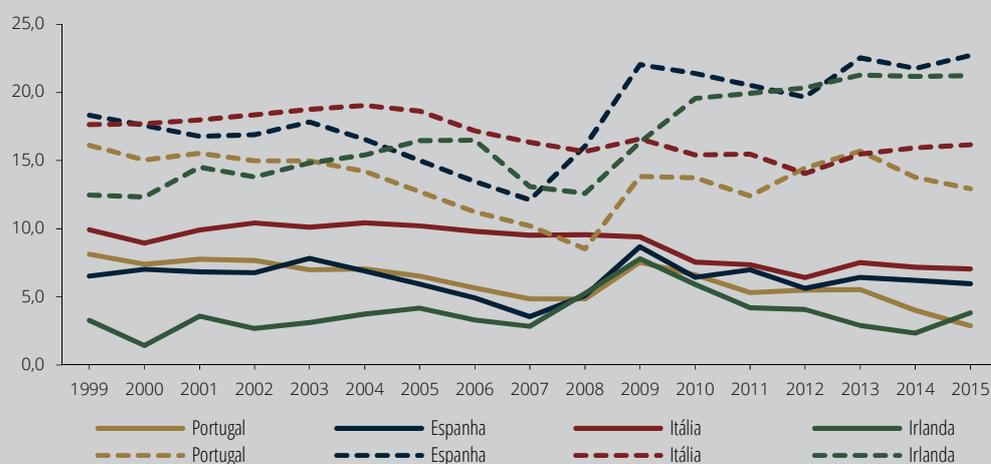


Gráfico 3.15 •
Poupança das famílias versus poupança do setor privado não financeiro
| Em percentagem do PIB

Os recursos disponibilizados pelas famílias para serem investidos pelos restantes setores da economia correspondem assim grosso modo à poupança deduzida do investimento das famílias em ativos reais, ou seja, ao investimento das famílias em ativos financeiros, deduzido da variação do endividamento. Este agregado é designado por poupança financeira ou capacidade de financiamento das famílias (Caixa 1 “Conceitos e medidas de poupança das famílias em Contas Nacionais”, neste Tema em Destaque).

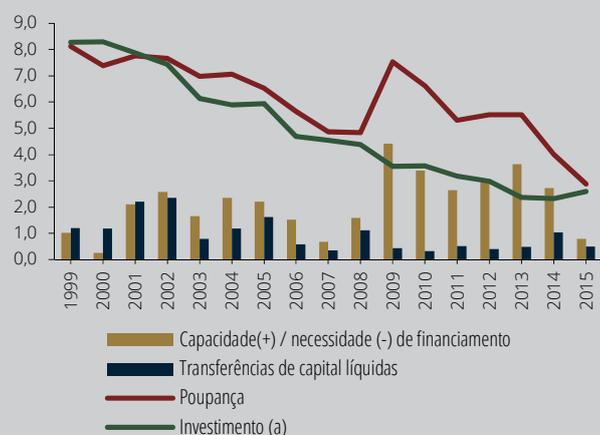
Apesar de se ter observado uma diminuição dos níveis e da taxa de poupança das famílias ao longo das últimas décadas, o perfil marcadamente descendente do investimento em habitação refletiu-se, no período posterior a 2008, numa capacidade de financiamento das famílias em percentagem do PIB superior à observada na primeira metade dos anos 2000 (Gráfico 4.1).

De um ponto de vista financeiro, o aumento da capacidade de financiamento refletiu uma amortização líquida de dívida por parte das famílias, ou seja, uma redução do endividamento maior que a diminuição também registada ao nível da aquisição de ativos financeiros (Gráfico 4.2).

A tendência de redução do endividamento foi largamente influenciada pela diminuição dos novos empréstimos de longo prazo (essencialmente empréstimos à habitação), cujo montante se situou abaixo das amortizações efetuadas pelas famílias (Gráfico 4.3).

A capacidade de financiamento da economia não resulta contudo apenas do contributo das famílias, mas corresponde à soma das capacidades de financiamento dos vários setores. O gráfico 4.4 apresenta as capacidades (ou necessidades) líquidas de financiamento por setor institucional e para o total da economia. Desde o início da área do euro e até ao período anterior à crise económica e financeira, a economia portuguesa apresentou sistematicamente necessidades de financiamento significativas (em média 8 por cento do PIB por ano, no período 1999-2010), o que significa que a poupança gerada pelos vários setores não era suficiente para financiar as necessidades de investimento internas. Neste período, as famílias e as sociedades financeiras registaram em média anual capacidades de financiamento de cerca de 2 por cento e 1 por cento do PIB, respetivamente, enquanto as empresas não financeiras e o setor público registaram necessidades

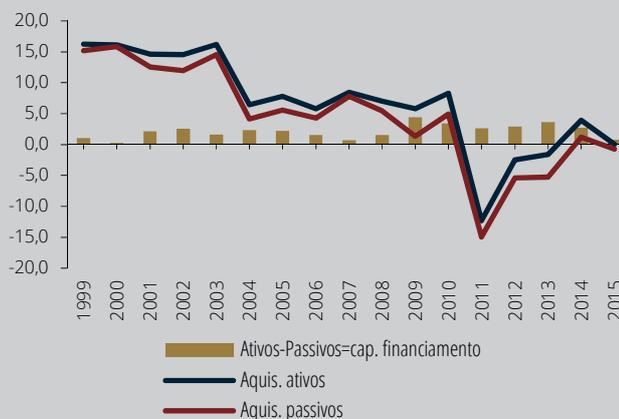
Gráfico 4.1 • Capacidade de financiamento das famílias | Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Nota: (a) Inclui a aquisição líquida de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

Gráfico 4.2 • Transações financeiras das famílias | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

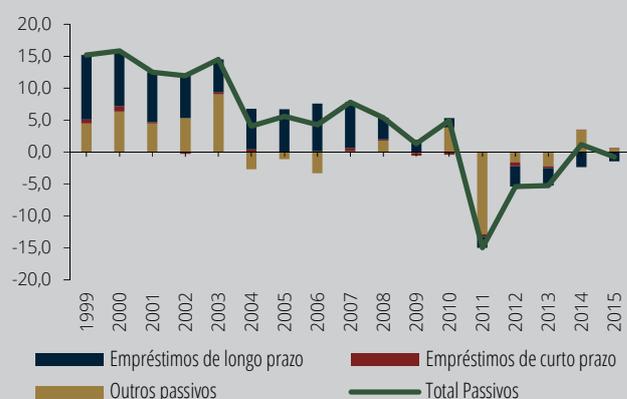
de financiamento de cerca de 6 por cento e 5 por cento do PIB, respetivamente.

O financiamento com capital externo não é só por si problemático, e pode mesmo ser desejável num contexto em que contribua para aumentar o crescimento potencial e que a economia apresente numa perspetiva intertemporal uma situação sustentável, isto é, seja capaz no futuro de gerar capacidade de financiamento suficiente para tornar credível o pagamento da dívida. No caso da economia portuguesa, o valor da dívida externa tanto em termos líquidos como em termos brutos tornou-se, contudo, demasiado elevado, o que, no contexto da crise económica e financeira, levou a uma redução abrupta do financiamento externo privado e tornou inevitável a correção em baixa do desequilíbrio externo. Apesar das dificuldades de financiamento nos mercados financeiros registadas durante este período, o processo de correção do desequilíbrio externo iniciou-se de modo gradual beneficiando, logo numa primeira fase, do recurso ao financiamento dos bancos junto do Eurosistema e, durante o período 2011-13, dos empréstimos obtidos pelo Estado português no âmbito do

Programa de Assistência Económica e Financeira. Desde 2013 que a capacidade de financiamento da economia se situa em valores ligeiramente positivos, ao contrário do que vinha sucedendo sistematicamente no período anterior. Entre 2011 e 2013, a melhoria da capacidade de financiamento resultou de um aumento da poupança nacional conjugada com um acentuar da tendência de redução do investimento que, em percentagem do PIB, passou de cerca de 24 por cento em 2008 para cerca de 15 por cento em 2013. Nos últimos dois anos, os valores da poupança e do investimento nacionais apresentaram-se relativamente estáveis em cerca de 15 por cento do PIB (Gráfico 4.5).

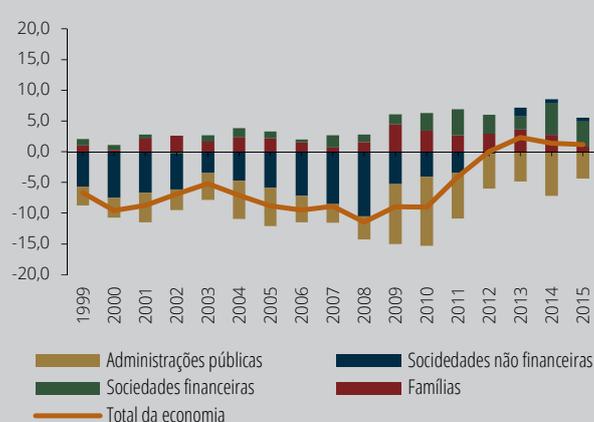
A melhoria da capacidade de financiamento total da economia no período recente resultou da redução das necessidades de financiamento das administrações públicas e, principalmente, do aumento da capacidade de financiamento do setor privado. De facto, no período de 2009 a 2015, o setor privado como um todo contribuiu positivamente para o financiamento da economia, enquanto no período anterior apresentava necessidades de financiamento (Gráfico 4.6).

Gráfico 4.3 • Transações financeiras das famílias – passivos | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.4 • Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento por setor institucional | Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Subjacente a esta evolução recente esteve um aumento muito significativo da capacidade de financiamento das empresas (financeiras e não financeiras) em simultâneo com a manutenção de uma capacidade de financiamento das famílias elevada.

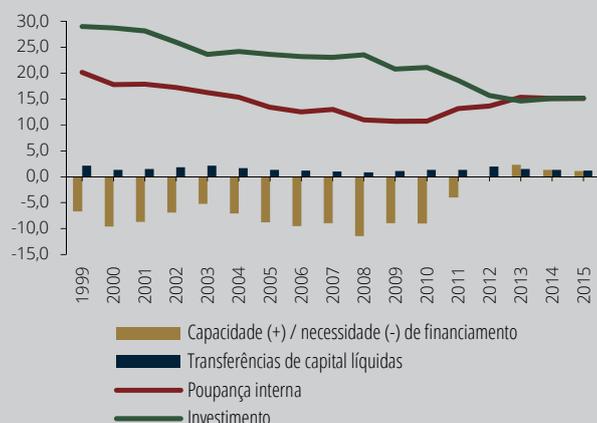
A decomposição da evolução da poupança e do investimento por setores e, conseqüentemente, o contributo destas variáveis para a evolução da capacidade de financiamento total, apresentou alguns traços distintos nos últimos anos. A redução da poupança no caso das famílias contrasta com o aumento da poupança no setor público e, de forma mais significativa, nas empresas (Gráfico 4.7). Esta evolução divergente tem origem em grande medida em fatores comuns, que se traduziram em transferências do setor das famílias para as empresas e para o setor público, nomeadamente uma redução das remunerações totais, uma diminuição dos dividendos distribuídos pelas empresas e aumentos de impostos sobre as famílias. Pelo contrário, o investimento situa-se em todos os setores significativamente abaixo dos níveis registados antes da

crise económica e financeira (Gráfico 4.8). Esta queda do investimento, que favoreceu os saldos financeiros dos setores, não deverá contudo ser sustentável nem desejável de um ponto de vista de crescimento económico.

5. Considerações finais

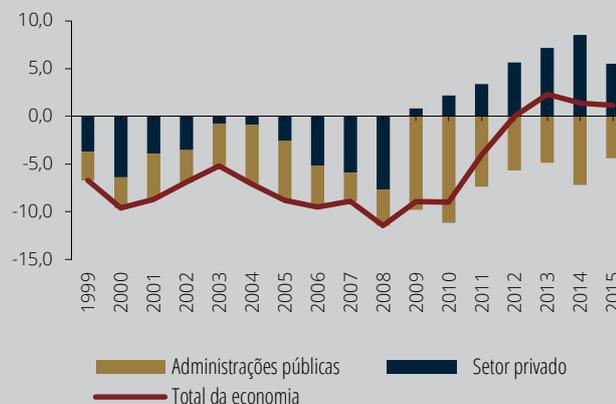
A evolução da poupança interna na economia portuguesa é fundamental para sustentar o dinamismo do investimento e, simultaneamente, assegurar uma diminuição sustentada do endividamento externo. De facto, dado o nível elevado da dívida externa portuguesa, o financiamento do investimento deverá continuar a assentar na poupança interna, tanto proveniente do setor público como do setor privado. Em termos de composição desta poupança, este Tema em destaque centrou-se na análise dos determinantes da poupança das famílias. Esta análise concluiu que há fatores que deverão justificar a descida da taxa de poupança das famílias na primeira década do euro, nomeadamente, a redução das restrições de liquidez e a redução da desigualdade na distribuição do

Gráfico 4.5 • Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento do total da economia
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Gráfico 4.6 • Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento do setor público e do setor privado
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

rendimento. Nos últimos anos, a poupança terá ainda sido afetada por grandes alterações no grau de incerteza quanto ao enquadramento macroeconómico das famílias e por revisões nas suas expectativas de rendimento permanente. O impacto destes últimos fatores sobre a poupança tenderá a dissipar-se num futuro próximo na ausência de choques adicionais. Deste modo, esta análise sugere que a poupança das famílias poderá aumentar no futuro próximo, ainda que para níveis inferiores aos observados antes da crise financeira global. Esta conclusão é corroborada pela evolução das intenções de poupança das famílias no último quartil de rendimento, que são responsáveis pela quase totalidade da poupança em Portugal (Gráfico 5.1).

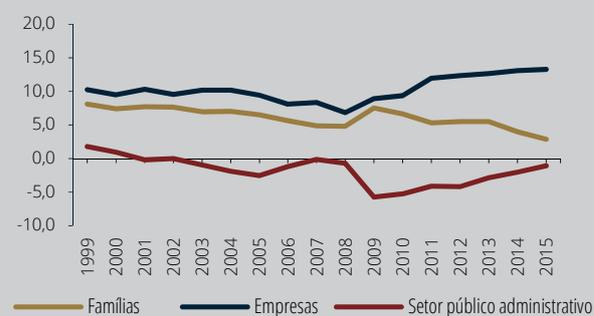
Simultaneamente, importa sublinhar que a evolução da poupança das famílias continuará a estar intimamente ligada à evolução da poupança das empresas, que se encontra atualmente em níveis elevados. Num contexto de crescimento moderado da economia é de esperar que ocorra alguma recuperação do emprego, dos salários e dos rendimentos distribuídos pelas empresas.

Mesmo com acréscimos do valor acrescentado bruto, a poupança das empresas deverá assim interromper a tendência de aumento registada nos últimos anos.

Numa perspetiva de médio e longo prazo é de esperar que o investimento, e em especial o investimento produtivo da economia, venha a registar alguma recuperação. Para esta evolução deverá contribuir, em primeiro lugar, a necessidade de compensar a depreciação do *stock* de capital. Adicionalmente, embora o envelhecimento da população contribua para uma redução da população ativa, o *stock* de capital físico adequado ao nível crescente de capital humano tenderá a aumentar. De facto, o processo de melhoria gradual dos níveis de educação deverá continuar a traduzir-se numa melhoria da qualidade do fator trabalho, o que deverá implicar um aumento do nível de capital ótimo por trabalhador.

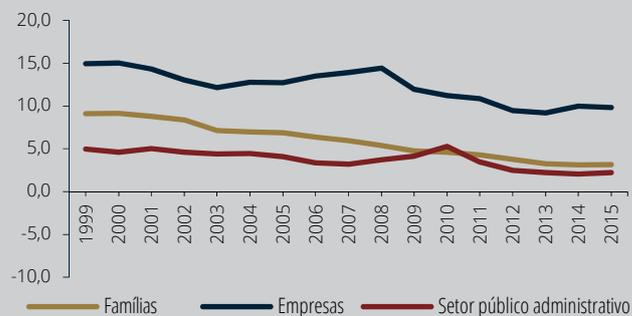
Em termos de capacidade de financiamento da economia portuguesa, será de esperar que a evolução conjugada da poupança e do investimento se reflita num aumento da capacidade

Gráfico 4.7 • Poupança por setor institucional
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Gráfico 4.8 • Investimento por setor institucional
| Em percentagem do PIB

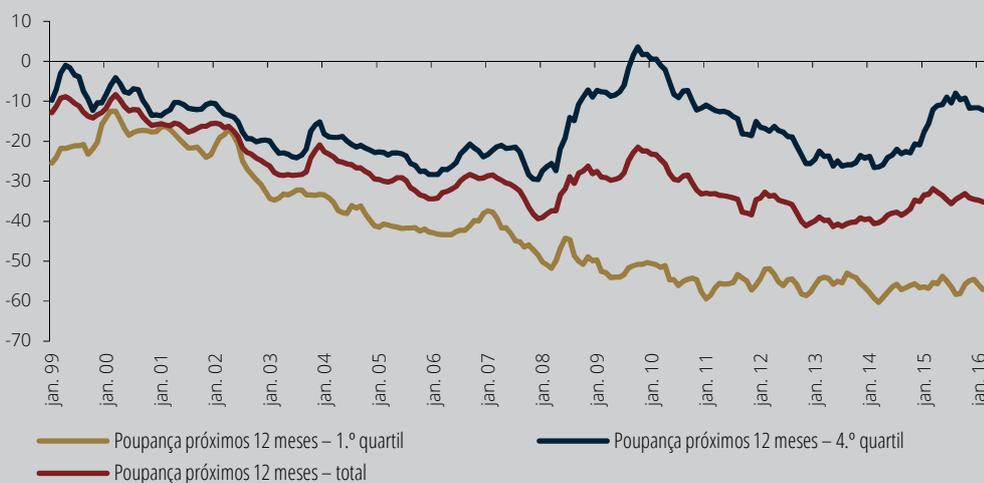


Fonte: INE.

de financiamento das famílias e, em contrapartida, numa menor capacidade de financiamento das empresas. A conjugação destas dinâmicas – num quadro de consolidação gradual das finanças públicas – seria consistente com uma diminuição sustentada do endividamento

externo da economia portuguesa. Um cenário que ponha em causa o aumento simultâneo da poupança e do investimento do setor privado colocaria riscos à dinâmica de redução do endividamento externo e de crescimento sustentado da economia portuguesa.

Gráfico 5.1 •
Expetativa de poupança nos próximos 12 meses por quartil de rendimento | Saldos de respostas extremas



Referências

- Ando, A. e Modigliani, F.**, 1963, "Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests", *The American Economic Review*, vol. 53, n.º 1, parte 1, Pag. 55-84.
- Attanasio, O. P. e Weber, G.**, 2010, "Consumption and Saving: Models of Intertemporal Allocation and Their Implications for Public Policy", *Journal of Economic Literature*, vol. 48, n.º 3, setembro.
- Alves, N. e Cardoso, F.**, 2010, "A poupança das Famílias em Portugal: Evidência Micro e Macroeconómica", *Boletim Económico*, inverno, Banco de Portugal.
- Browning, M., Crossley, T. F. and Weber, G.**, 2003, "Asking consumption questions in general purpose surveys", *Economic Journal*, 113 (491), F540-F567.
- Carrol, C.**, 1992, "The buffer-stock theory of saving: some macroeconomic evidence", *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 2, 61-156.
- Carrol**, 2001, "A Theory of the Consumption Function, With and Without Liquidity Constraints", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n.º 3, 23-45.
- Castro, G., L.**, 2007, "O Efeito Riqueza Sobre o Consumo Privado na Economia Portuguesa", *Boletim Económico*, inverno, Banco de Portugal.
- Deaton, A.**, 1992, "Understanding Consumption", *Oxford University Press*, Oxford.
- Departamento de Estudos Económicos**, 2009, "A economia portuguesa no contexto da integração económica, financeira e monetária", Banco de Portugal.
- ECB**, 2016a, "Savings and investment behaviour in the euro area", *Occasional Paper Series*, n.º 167, Banco Central Europeu.
- ECB**, 2016b, "The estimation of consumption in the HFCS", Banco Central Europeu, mimeo.
- Farinha, L.**, 2008, "Os Efeitos da Riqueza sobre o Consumo em Portugal: Uma abordagem microeconómica", *Relatório de Estabilidade Financeira*, Banco de Portugal.
- Feldstein, M.**, 1985, "The optimal level of social security benefits", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n.º 2, 303-320
- Modigliani, F. e Brumberg, R.**, 1954, "Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data", in *The Collected Papers of Franco Modigliani*, vol. 6, The MIT Press.

Notas

1. A caixa "Conceitos e medidas da poupança das famílias em contas nacionais" apresenta, de uma forma simplificada, o conceito de taxa de poupança das famílias, bem como a sua relação com outras variáveis macroeconómicas, quer financeiras quer não financeiras, relacionadas com o financiamento da economia e dos vários setores.
2. O ISFF não permite ter uma estimativa tão exata do consumo como a que se obtém por exemplo em inquéritos à despesa das famílias, onde este é recolhido de forma muito desagregada. Assim, em linha com a metodologia de Browning *et al.* (2003), aplicada em ECB (2016b), estimou-se com base no IDEF de 2010 (o último IDEF disponível), uma equação que relaciona o consumo total de não duradouros com variáveis que estão também disponíveis no ISFF (nomeadamente, com a alimentação em casa e fora de casa e com outras variáveis socio-demográficas). Os coeficientes estimados foram utilizados para estimar o consumo de não duradouros para o ISFF de 2013. Na aplicação desta metodologia está-se a assumir que a relação entre o consumo em alimentação e o consumo total de não duradouros se manteve inalterada entre 2010 e 2013. Esta hipótese parece razoável uma vez que os dados das contas nacionais apontam para que o peso da alimentação no consumo de não duradouros tenha permanecido relativamente constante.
3. Para esta situação contribuem inúmeros fatores, entre os quais se destacam: a incerteza associada à estimação do consumo, o facto de a taxa de poupança do ISFF incluir apenas o consumo de bens não duradouros e de incluir apenas famílias, enquanto nas contas nacionais engloba também a poupança das instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias.
4. O indivíduo de referência foi selecionado entre os membros da família, de acordo com a definição de UN / Camberra.
5. Na interpretação destes dados é importante ter presente que os mesmos não refletem apenas o efeito idade, como seria desejável para comparar com a teoria do ciclo de vida, mas estão também influenciados por efeitos de geração e efeitos temporais (nomeadamente, por choques passados a que os indivíduos estiveram sujeitos).
6. Neste caso, o rendimento e o consumo dos agregados familiares é dividido pelo número de adultos equivalentes em cada família, de acordo com a escala de equivalência modificada da OCDE, que atribui um peso de 1 ao primeiro adulto do agregado, 0,5 aos restantes adultos e 0,3 a cada criança.
7. É importante sublinhar que os valores da taxa de poupança para 2014 e 2015 (provenientes das contas trimestrais por setor institucional) assumem uma natureza preliminar, uma vez que as contas nacionais anuais definitivas apenas estão disponíveis para o período até 2013.

