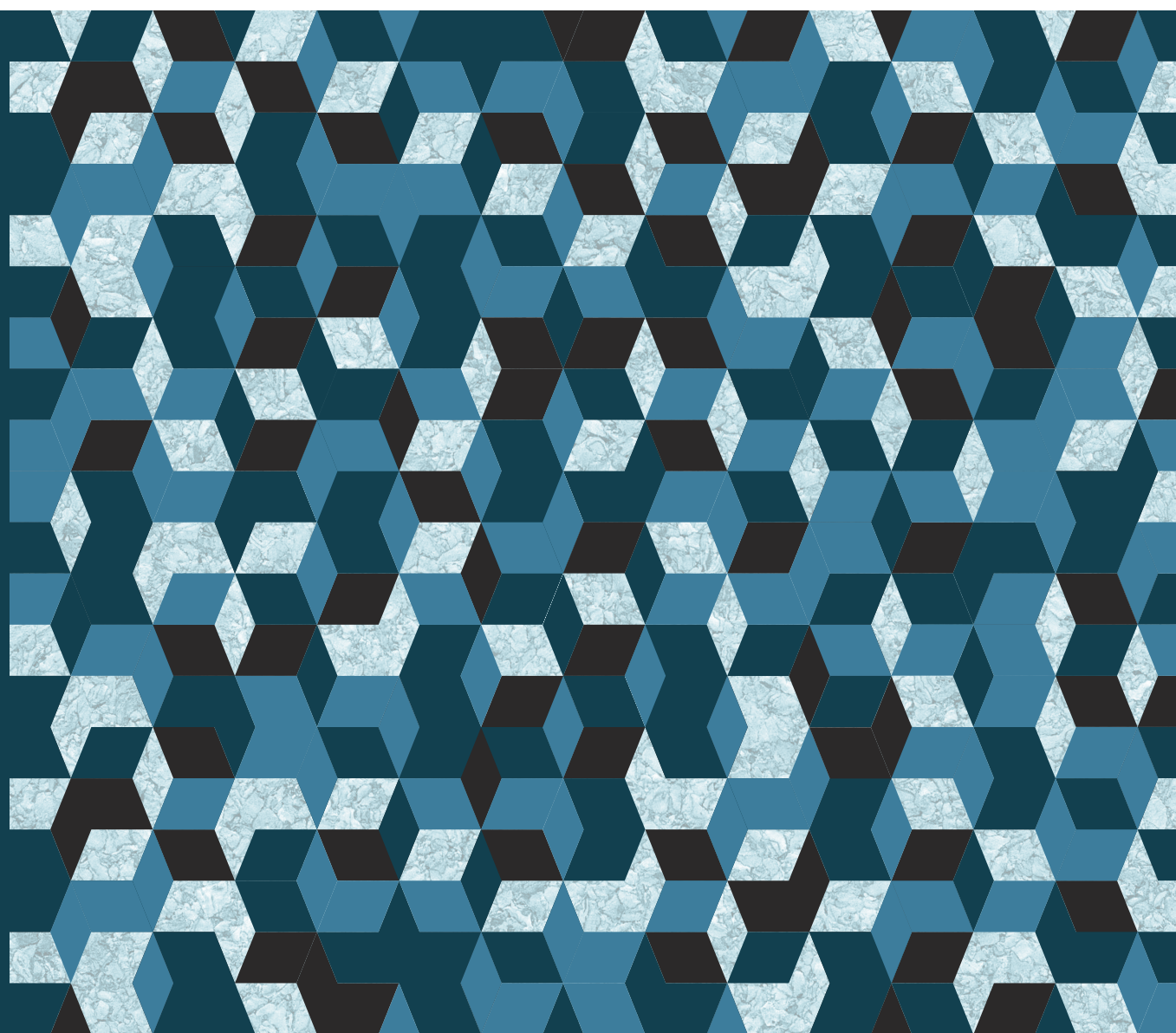




BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Outubro 2016



Boletim Económico

Outubro 2016



Lisboa, 2016 • www.bportugal.pt

Índice

I A economia portuguesa na primeira metade de 2016

1. Apresentação | 7
2. Enquadramento internacional | 11
 - Caixa 2.1 | O impacto económico da saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*) | 18
3. Condições monetárias e financeiras | 21
 - 3.1 Área do euro | 21
 - 3.2 Portugal | 23
 - Caixa 3.1 | Evolução recente dos preços da habitação em Portugal à luz dos seus fundamentos macroeconómicos | 35
 - Caixa 3.2 | Reembolsos antecipados no crédito à habitação em 2015 | 38
4. Política e situação orçamental | 41
 - Caixa 4.1 | O braço corretivo do pacto de estabilidade e crescimento e a sua aplicação a Portugal | 45
 - Caixa 4.2 | A atualização dos objetivos de médio prazo mínimos para o período 2017-2019: o caso português | 48
5. Oferta | 50
 - Caixa 5.1 | A evolução recente do VAB real *per capita* em Portugal | 56
 - Caixa 5.2 | Uma caracterização do desemprego de muito longa duração em Portugal | 58
 - Caixa 5.3 | Produtividade e reafetação do emprego em Portugal | 64
6. Procura | 66
 - Caixa 6.1 | Evidência microeconómica das decisões de investimento das empresas | 75
7. Preços | 79
8. Balança de pagamentos | 85

II Projeções para a economia portuguesa em 2016

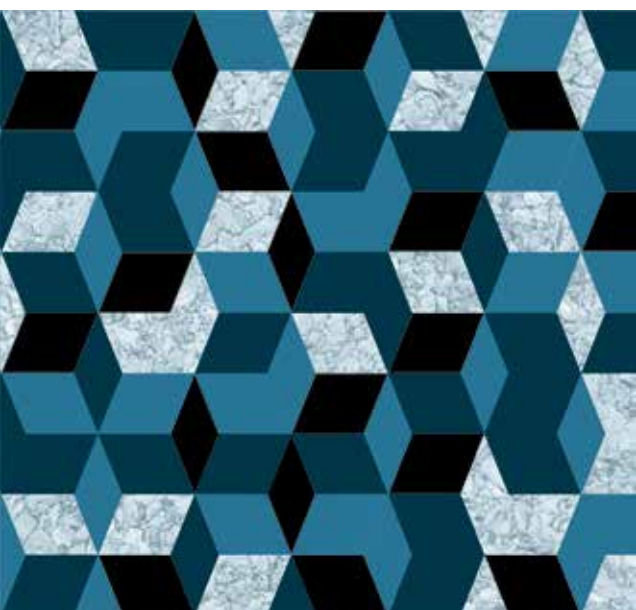
- Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção | 100

III Tema em destaque

Empresas portuguesas no comércio internacional: alguns factos sobre idade, preços e mercados | 105

- Caixa 1 | Metodologia utilizada no cálculo das taxas de crescimento dos valores unitários das exportações de bens | 119





I A economia portuguesa na primeira metade de 2016

1. Apresentação
2. Enquadramento internacional
3. Condições monetárias e financeiras
4. Política e situação orçamental
5. Oferta
6. Procura
7. Preços
8. Balança de pagamentos

1. Apresentação

Ao longo de 2016, a economia portuguesa manteve alguns dos traços fundamentais que têm caracterizado a recuperação económica em curso desde 2013. O ritmo de crescimento da atividade tem sido inferior ao observado em anteriores ciclos económicos, condicionado nomeadamente pelos elevados níveis de endividamento dos setores público e privado, por uma evolução demográfica adversa e por um enquadramento macroeconómico caracterizado por um dinamismo relativamente fraco da procura externa. Num quadro de crescimento do emprego e de redução marcada do desemprego, a produtividade do trabalho tem registado uma relativa estabilização nos últimos trimestres, para o que terá contribuído *inter alia* a forte queda acumulada do investimento nos últimos anos, que condicionou a adoção de novas tecnologias e de novos processos produtivos. Não obstante, esta evolução tem coexistido com uma orientação crescente dos fatores produtivos para os segmentos da economia mais expostos à concorrência internacional, com uma melhoria gradual do nível de capital humano da força de trabalho e com uma orientação dos fluxos de crédito para as empresas com melhor perfil de risco.

O atual processo de recuperação económica permanece compatível com a manutenção de alguns equilíbrios macroeconómicos fundamentais. No caso da economia portuguesa, uma das características mais salientes do processo de ajustamento macroeconómico foi a transição para uma situação de excedente da balança corrente e de capital, baseado num excedente da balança de bens e serviços. Estes excedentes face ao exterior são necessários para diminuir de forma sustentada a elevada dívida externa que caracteriza a economia portuguesa. No entanto, a preservação de excedentes nas contas externas não é um dado adquirido, em particular num quadro macroeconómico que requer uma aceleração do investimento para

proporcionar um maior crescimento do produto potencial, conjugado com um contexto de grande incerteza relativamente à evolução dos termos de troca, condicionados nomeadamente pelo preço do petróleo.

Outra dimensão fundamental que estrutura um quadro de estabilidade macroeconómica é a preservação de contas públicas equilibradas e sustentáveis. No caso da economia portuguesa, a prossecução deste objetivo requer um esforço adicional de ajustamento estrutural. A evidência disponível para o primeiro semestre parece sugerir que o objetivo para o défice estabelecido pelo Conselho da União Europeia para o conjunto de 2016 pode ser atingido, devendo sublinhar-se, contudo, que a execução orçamental no segundo semestre continua a ser muito exigente e sujeita a fatores de risco não negligenciáveis. Adicionalmente, o nível de dívida pública em percentagem do PIB permanece muito elevado e numa trajetória ainda não claramente descendente, o que reforça a importância de cumprir os compromissos assumidos no âmbito das regras orçamentais europeias.

Uma análise da evolução acumulada das principais componentes da procura global desde o primeiro semestre de 2013 – corrigidas de uma estimativa do respetivo conteúdo importado – confirma que as exportações emergem como a componente mais dinâmica da procura, e a única com um crescimento acumulado superior ao do PIB. Refira-se que, não obstante algum enfraquecimento no passado recente, as exportações continuaram a registar ganhos de quota de mercado na primeira metade de 2016. Em contraste, ao longo deste período, o consumo público apresenta uma estabilização e o investimento público tem um contributo acumulado negativo para a dinâmica do PIB, refletindo a necessidade de sustentar o processo de consolidação orçamental em curso. O consumo privado líquido apresenta um perfil próximo do PIB, dado que o maior dinamismo deste agregado ao longo dos

últimos anos esteve concentrado em bens com elevado conteúdo importado, com destaque para a aquisição de automóveis. Finalmente, o investimento total registou uma queda no segundo semestre de 2015 e na primeira metade de 2016, que reverteu os crescimentos observados nos dois anos anteriores. Este fraco dinamismo do investimento no atual ciclo de recuperação económica, que tem sido igualmente observado noutras economias desenvolvidas, é particularmente gravoso no caso da economia portuguesa, dados os níveis relativamente baixos de capital por trabalhador em comparação com a média da área do euro. Não existe uma razão única para explicar a ausência de recuperação do investimento, em particular no setor privado. Para esta evolução estarão a contribuir *inter alia* o elevado endividamento das empresas não financeiras, o quadro de incerteza a nível interno e externo, a existência de capacidade produtiva não utilizada, bem como as expectativas de uma procura global no longo prazo mais fraca que o anteriormente esperado, com reflexo na relativa estabilização da confiança dos empresários desde o início de 2015.

O presente Boletim apresenta uma atualização das projeções macroeconómicas para o ano de 2016, que, no essencial, mantém os traços fundamentais acima identificados. Face à última projeção publicada, o crescimento do PIB é revisto em baixa, em resultado de revisões do investimento e, em menor medida, do consumo privado, que não são compensadas pela revisão em alta das exportações totais. Depois de dois anos em que o crescimento do PIB foi semelhante à média da área do euro, projeta-se uma divergência real da economia portuguesa em 2016. Importa no entanto sublinhar que, tendo em conta o declínio da população total, os ritmos de crescimento *per capita* em Portugal e na área do euro deverão ser próximos. A ausência de uma convergência real no atual período de recuperação económica – em particular tendo em conta a severidade e duração da recessão que a antecedeu – deve ser

interpretada tendo presentes os constrangimentos estruturais ao crescimento da economia portuguesa, associados, entre outros fatores, a debilidades no funcionamento de mercados, à quantidade e qualidade dos fatores produtivos, bem como à acumulação no passado de afetações ineficientes de recursos e de níveis de endividamento excessivos.

A economia portuguesa enfrenta um conjunto de desafios que não podem ser menorizados. A nível externo, a construção de uma plena União Económica e Monetária ainda se encontra incompleta, o que requer um reforço da arquitetura institucional europeia. A nível interno, e no atual contexto de baixo crescimento nominal da atividade económica, o processo de reposição estrutural dos equilíbrios macroeconómicos exige um aprofundamento contínuo do quadro de estabilidade macroeconómica e a promoção de incentivos favoráveis ao crescimento económico sustentável. Neste âmbito destaca-se a manutenção de um enquadramento institucional e fiscal previsível e a prossecução de reformas estruturais que favoreçam o investimento, a inovação e a mobilidade de fatores. É ainda necessário prosseguir o esforço de consolidação orçamental, por forma a garantir a diminuição sustentada dos níveis de endividamento público. Adicionalmente, no contexto de um enquadramento regulamentar mais exigente a nível europeu, é importante assegurar que existem os incentivos adequados à prossecução eficiente da função de intermediação financeira. Em todas estas dimensões releva a qualidade das políticas públicas, incluindo o seu desenho, continuidade e consistência. A coordenação das expectativas dos agentes, internos e externos, em torno deste quadro institucional de longo prazo é igualmente essencial. Esta coordenação contribuiria também para preservar fluxos sustentados de financiamento nos mercados de dívida internacionais, que deve permanecer uma prioridade macroeconómica em Portugal. Atualmente, o conjunto abrangente de medidas de política monetária do BCE, bem como a

comunicação acerca da sua expectável duração e evolução, têm contribuído para uma melhoria significativa das condições de financiamento dos soberanos e dos agentes privados na área do euro e, especificamente, em Portugal. Adicionalmente, tem preservado a área do euro das implicações financeiras adversas de choques económicos globais que ocorreram ao longo

do último ano. No entanto, este grau excepcional de acomodação monetária não permanecerá indefinidamente. O momento atual representa assim uma oportunidade urgente e única para aprofundar um regime promotor da estabilidade macroeconómica e do crescimento económico, bem como para ancorar as expectativas dos agentes em torno deste regime.

2. Enquadramento internacional

A economia mundial encontra-se sujeita a um elevado grau de incerteza

Ao longo do primeiro semestre de 2016, a economia mundial manteve os principais traços que a caracterizaram ao longo de 2015 (Quadro 2.1). Nas economias avançadas registou-se um crescimento económico moderado. Nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento observou-se uma ligeira melhoria nas perspectivas, apesar da elevada heterogeneidade entre países. O resultado do referendo britânico a favor da saída da UE teve como consequência uma ligeira deterioração das perspectivas para a economia mundial, perante um aumento substancial da incerteza económica, política e institucional e apesar da reação dos mercados financeiros relativamente ordeira e da recuperação parcial dos indicadores de confiança. De qualquer forma, existe uma elevada incerteza subjacente ao desenrolar do resultado do referendo e do processo de saída da UE que torna difícil quantificar o seu impacto (Caixa “O impacto económico da saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*)”). Neste contexto, o FMI reviu ligeiramente em baixa as previsões para a economia mundial devido a um menor crescimento nas economias avançadas. O FMI projeta que o PIB mundial cresça 3,1 e 3,4 por cento em 2016 e 2017,

respetivamente. O FMI identifica riscos globalmente em baixa associados principalmente à possibilidade de instabilidade política em alguns países, à adoção de medidas protecionistas a nível global, a uma estagnação nas economias avançadas e à possibilidade de um processo de ajustamento económico abrupto na China.

A evolução nos mercados financeiros ao longo do primeiro semestre foi condicionada principalmente pelas perspectivas para a economia mundial e pelo referendo britânico. Após uma forte queda em 2015, o preço do petróleo atingiu um mínimo de 28 dólares / barril em janeiro de 2016. A subida gradual que se registou desde então terá beneficiado da redução na oferta de petróleo, em particular de países não pertencentes à OPEP. A evolução do preço do petróleo em 2016 terá contribuído para a redução da incerteza global. Em agosto, o preço do barril de petróleo ascendeu a perto de 50 dólares / barril, o que compara com 59 dólares / barril no primeiro semestre de 2015. A forte queda no preço do petróleo registada em 2015 representou um choque positivo sobre o rendimento nas economias importadoras de petróleo. No entanto, estes países não registaram uma aceleração significativa da atividade, o que pode estar relacionado com o elevado nível de dívida que caracteriza a generalidade destas economias.

Quadro 2.1 • Produto Interno Bruto | Taxa de variação homóloga real, em percentagem

	WEO outubro 2016			Revisões face ao WEO de abril de 2016 (p.p.)	
	2015	2016	2017	2016	2017
Economia mundial	3,2	3,1	3,4	-0,1	-0,1
Economias avançadas	2,1	1,6	1,8	-0,3	-0,2
EUA	2,6	1,6	2,2	-0,8	-0,3
Japão	0,5	0,5	0,6	0,0	0,7
Reino Unido	2,2	1,8	1,1	-0,1	-1,1
Área do euro	2,0	1,7	1,5	0,2	-0,1
Alemanha	1,5	1,7	1,4	0,2	-0,2
França	1,3	1,3	1,3	0,2	0,0
Itália	0,8	0,8	0,9	-0,2	-0,2
Espanha	3,2	3,1	2,2	0,5	-0,1
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	4,0	4,2	4,6	0,1	0,0

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, outubro 2016.

No início do ano, registou-se alguma volatilidade nos mercados financeiros, com perdas de valorização dos ativos, num contexto de perspetivas mais negativas sobre a economia mundial. Entre março e junho, as condições nos mercados financeiros globais e na área do euro estabilizaram, para o que terão contribuído dados económicos melhores que o esperado, a subida nos preços do petróleo e o estímulo monetário adicional na área do euro.

Após o referendo no Reino Unido, houve um aumento substancial da volatilidade e do risco. No entanto, estes movimentos foram rapidamente revertidos e não tiveram ainda impactos visíveis na economia real. O setor bancário da área do euro é uma exceção relevante a estes movimentos de normalização, visível na manutenção da tendência descendente nos preços das ações deste setor perante as perspetivas de menor rentabilidade no futuro.

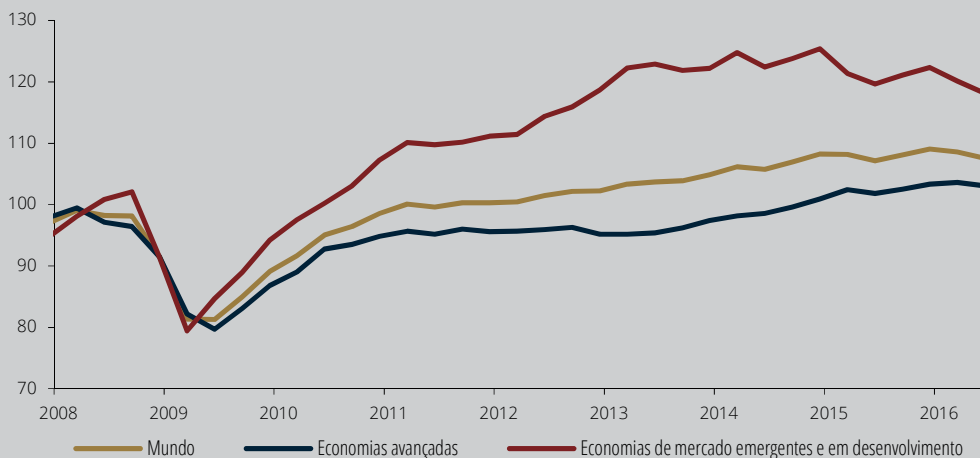
O comércio mundial continuou bastante fraco nos primeiros meses de 2016. Na primeira metade do ano, as importações mundiais de bens cresceram 0,3 por cento em termos homólogos, conjugando a manutenção de um crescimento nas economias avançadas (1,2 por cento) com uma nova contração nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento (-1,5 por cento) (Gráfico 2.1). O comércio mundial foi particularmente fraco na Ásia e na América Latina, refletindo

possivelmente a também fraca evolução da atividade nestas economias. O FMI sugere no *World Economic Outlook* de outubro que cerca de $\frac{3}{4}$ do abrandamento no crescimento do comércio mundial desde 2012 se deve ao fraco crescimento da atividade e, em particular, do investimento. A interrupção da tendência a favor do comércio livre e o retornar de movimentos protecionistas, além do menor crescimento das cadeias de produção global, serão outros fatores por detrás do fraco dinamismo do comércio mundial.

As economias avançadas mantiveram o crescimento moderado, enquanto as perspetivas para as economias emergentes melhoraram ligeiramente

As economias avançadas mantiveram um ritmo de crescimento económico moderado de 1,5 por cento em termos homólogos na primeira metade do ano. Na generalidade das economias, o crescimento foi sustentado pela procura interna e, em particular, pelo consumo privado. O investimento medido pela formação bruta de capital fixo (FBCF) continuou a crescer de modo moderado, contribuindo marginalmente para o crescimento do PIB (Gráfico 2.2). Outra característica comum entre as principais economias

Gráfico 2.1 •
Comércio mundial
– volume de
importações de
bens e serviços
| Índice jan.
2008=100



Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

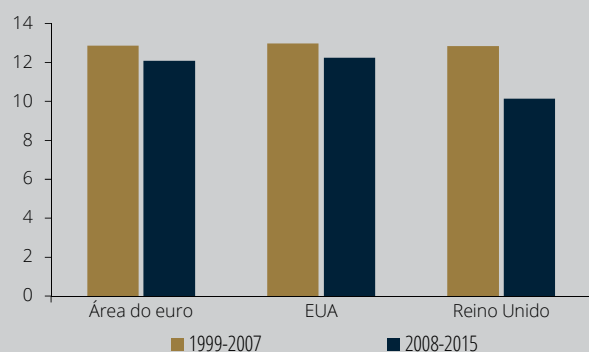
avançadas no atual processo de recuperação corresponde ao fortalecimento dos mercados de trabalho. O crescimento do emprego e o crescimento moderado do PIB significam assim que a produtividade tem apresentado também um crescimento fraco e bastante abaixo do observado no período anterior à crise (Gráfico 2.3). Refira-se, contudo, que os gráficos 2.2 e 2.3 comparam dois períodos muito diferentes, em que o mais recente inclui uma forte recessão e a recuperação subsequente em curso.

A explicação desta evolução do investimento e da produtividade permanece em aberto na agenda de investigação. Têm sido sugeridos inúmeros fatores explicativos para esta evolução, que estão intimamente relacionados entre si. O elevado nível de endividamento das economias avançadas pode estar a conter o crescimento do crédito, apesar dos baixos custos de financiamento, o que mitiga o dinamismo do investimento. As empresas podem também estar a retrair o investimento devido à incerteza quanto à procura e rentabilidade futuras. Adicionalmente, o baixo crescimento da produtividade pode estar também a refletir o fraco dinamismo do investimento no passado recente, que implica uma menor renovação do *stock* de capital. Outro fator referido para explicar o baixo crescimento da produtividade está associado aos efeitos persistentes do forte crescimento

do crédito no período anterior à crise financeira internacional, que terá levado a uma afetação do trabalho para setores com mais baixo crescimento da produtividade. Neste âmbito, refira-se também que o forte alívio registado nas condições financeiras pode ter criado incentivos para os bancos, em particular das economias europeias, fazerem *evergreening* dos empréstimos, mantendo ativas empresas não-produtivas e adiando a reafectação dos fatores produtivos na economia. Finalmente, têm ainda sido avançadas algumas hipóteses mais seculares para o fraco dinamismo do investimento, como a desaceleração do progresso tecnológico ou o envelhecimento populacional.

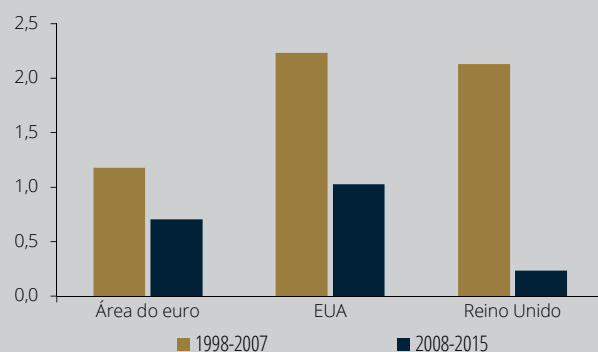
No primeiro semestre, o PIB dos EUA cresceu em média em termos homólogos 1,4 por cento, abaixo do crescimento potencial e em contraste com o crescimento robusto registado em 2015 (2,6 por cento). À semelhança do passado, o crescimento foi fomentado pelo consumo privado, não obstante a desaceleração observada nesta componente da procura. Por sua vez, as exportações líquidas mantiveram um contributo negativo. O mercado de trabalho nos EUA continuou robusto, mantendo-se o crescimento do emprego. A inflação nos EUA subiu para níveis em torno de 1 por cento ao longo do ano, enquanto a inflação subjacente se manteve ligeiramente acima de 2 por cento.

Gráfico 2.2 • FBCF privada não residencial
| Percentagem do PIB, média no período



Fontes: AMECO e *Bureau of Economic Analysis*.

Gráfico 2.3 • Crescimento da produtividade do trabalho
| Taxa de crescimento média no período do PIB real por hora de trabalho



Fonte: OCDE.

Neste contexto, a Reserva Federal manteve o objetivo para a taxa de juro dos *Fed Funds* estável no intervalo de 0,25-0,50 por cento decidido na reunião de dezembro de 2015.

O crescimento económico no Reino Unido na primeira metade do ano foi mais forte que o antecipado, com uma taxa de variação homóloga de 2,1 por cento. Este dinamismo foi impulsionado pelo crescimento do consumo privado, com uma contribuição muito ligeira das exportações líquidas. Contudo, o resultado do referendo levou a uma substancial revisão em baixa das previsões para a atividade. Segundo o FMI, esta revisão é de -0,1 p.p. em 2016 e de -1,1 p.p. em 2017. De acordo com o Banco de Inglaterra, a revisão em baixa do crescimento reflete sobretudo a revisão da capacidade de oferta da economia no médio e longo prazo. Por seu turno, o enfraquecimento da procura no curto prazo, sinalizado pela queda nos indicadores de confiança, deverá levar a um aumento da capacidade não utilizada na economia e a um eventual aumento do desemprego. Paralelamente, a inflação no Reino Unido, que se manteve ligeiramente acima de 0 por cento nos primeiros meses do ano, deverá subir no curto prazo para níveis próximos do objetivo de 2 por cento. Esta pressão ascendente na inflação deve-se essencialmente à forte depreciação da libra esterlina registada desde o referendo. De facto, a libra caiu 9,7 por cento em termos nominais efetivos desde a data do referendo até 1 de setembro. Neste contexto, o Banco de Inglaterra adotou um pacote de medidas de apoio à economia: (i) uma redução na taxa de juro de referência em 25 p.b. para 0,25 por cento; (ii) uma facilidade para providenciar financiamento a instituições elegíveis com maturidade de quatro anos e que permite baixar o custo de financiamento a bancos que mantenham ou expandam o crédito líquido à economia (*Term Funding Scheme*); (iii) compras de títulos de dívida de empresas não financeiras com alta notação de risco de crédito, emitidos por empresas com contributos relevantes para a economia britânica, num montante até 10 mil milhões de libras; (iv) um aumento no montante de compras de títulos de dívida pública de 60 mil milhões de libras para um saldo total de 435 mil milhões de libras.

Nas economias de mercado emergentes, o PIB real cresceu 4,4 por cento na primeira metade do ano em termos homólogos, ligeiramente superior ao antecipado, devido à melhoria registada nas maiores economias. O crescimento mais forte nas economias de mercado emergentes e a lenta recuperação da crise nas economias avançadas fez com que se continue a alargar o hiato de crescimento económico entre os dois grupos de países. O estímulo providenciado pela política económica na China parece estar a ser efetivo e as perspetivas de crescimento mantêm-se inalteradas. Refletindo o apoio do Estado, o investimento em infraestruturas foi forte, tendo moderado na indústria transformadora e na construção. No Brasil, a contração do PIB no início do ano foi menor que a antecipada, mas permanece um ambiente de elevada incerteza política. Por sua vez, a Rússia beneficiou de um preço do petróleo mais elevado, o que contribuiu para diminuir a contração do PIB no início do ano, depois da forte queda registada em 2015.

A recuperação moderada da área do euro manteve-se, impulsionada pela procura interna

A área do euro continuou o seu processo de recuperação económica, tendo apresentado um crescimento mais forte do que o antecipado no início do ano. No primeiro semestre o PIB cresceu 1,7 por cento em termos homólogos, tendo a principal contribuição advindo da procura interna, enquanto as exportações líquidas mantiveram um ligeiro contributo negativo. Entre as rubricas da procura interna é de registar o contributo de 1 p.p. do consumo privado e de 0,5 p.p. da FBCF, ambos em linha com o registado em 2015. A recuperação foi generalizada à maioria dos países da área do euro, embora com diferenças de ritmo entre eles (Gráfico 2.4). Entre os maiores países da área do euro, é de referir pela positiva a Espanha, que continua com um crescimento em termos homólogos acima de 3 por cento, impulsionado pelo consumo privado mas também pela FBCF. Na Alemanha, o crescimento do PIB tem-se situado ligeiramente acima da média da área, com um dinamismo relativamente mais

elevado do consumo público e da FBCF. Por sua vez, a França e a Itália cresceram abaixo da média da área. O PIB francês cresceu 1,4 por cento em termos homólogos no primeiro semestre, com um contributo de 2,3 p.p. da procura interna. Na Itália, o PIB cresceu ligeiramente abaixo de 1 por cento e também com um contributo mais forte da procura interna. O fraco crescimento registado na Itália nos últimos anos implica que o PIB ainda se situe muito abaixo do nível pré-crise (em cerca de 8 p.p.).

O mercado de trabalho na área do euro manteve a tendência de recuperação gradual. Este facto é evidente na evolução do emprego, ainda

que permaneça abaixo dos níveis pré-crise na generalidade dos países da área (Gráfico 2.5). A taxa de desemprego na área também continuou a diminuir muito ligeiramente, permanecendo contudo acima de 10 por cento. Ao nível dos países, a heterogeneidade é bastante acentuada. Enquanto na Alemanha a taxa de desemprego desceu para 4,2 por cento em junho, em Espanha desceu para níveis inferiores a 20 por cento pela primeira vez desde meados de 2010.

A área do euro tem apresentado desde 2009 um excedente na balança corrente e de capital, que tem vindo a crescer ao longo do tempo, tendo atingido 3 por cento do PIB em 2015 (Gráfico 2.6).

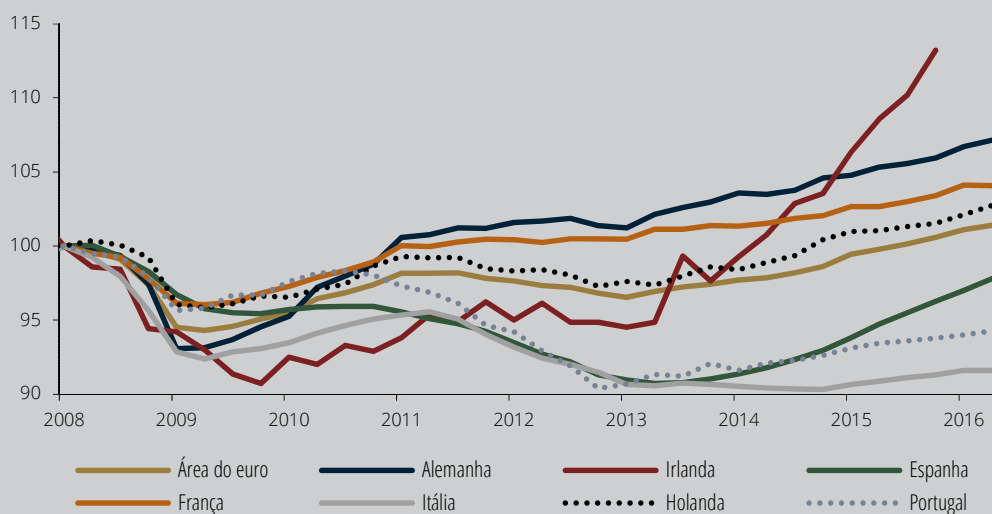


Gráfico 2.4 •
PIB real na área do euro
| Índice 2008 T1=100

Fonte: Thomson Reuters.

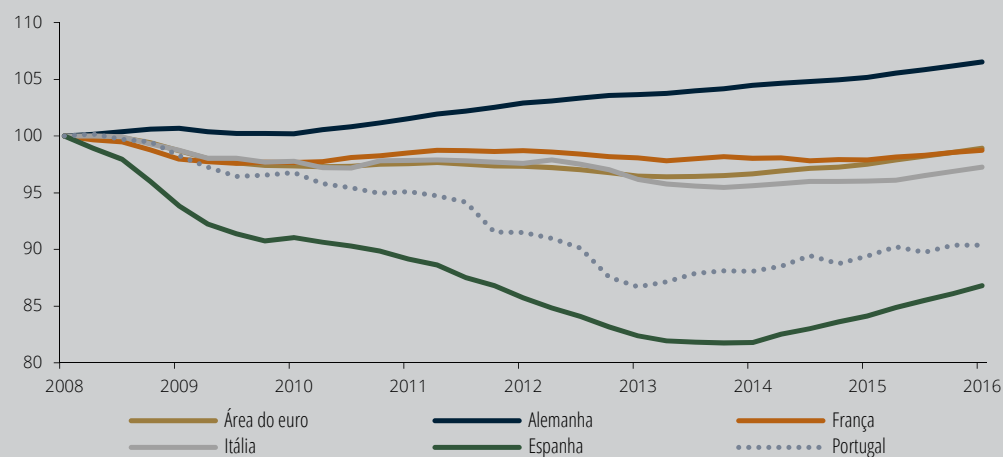


Gráfico 2.5 •
Emprego na área do euro
| Índice 2008 T1 = 100

Fonte: Eurostat.

Esta evolução é característica à generalidade dos países da área do euro, embora com diferentes magnitudes. O excedente é particularmente elevado na Alemanha, ascendendo a 8,5 por cento do PIB. Os países em ajustamento têm igualmente apresentado excedentes nos últimos 3 anos. A persistência destes desequilíbrios externos na área do euro, em particular nos países sem necessidade de desalavancagem do

conjunto da economia, pode refletir uma fraca procura interna e pode representar uma ineficiência económica para o conjunto da área.

No primeiro semestre do ano, a procura externa dirigida à economia portuguesa desacelerou substancialmente para 2,9 por cento em termos homólogos, depois de um crescimento de 4,2 por cento em 2015 (Quadro 2.2).

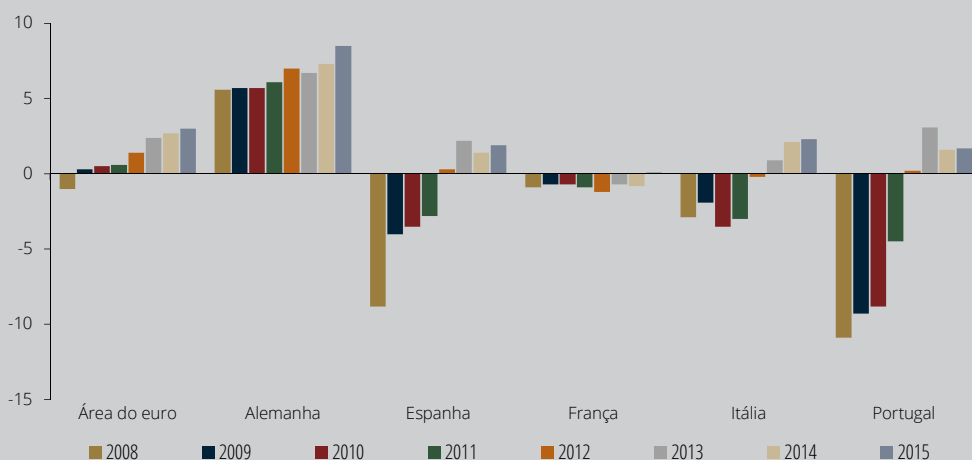
Quadro 2.2 • Procura externa de bens e serviços | Taxa de variação homóloga real, em percentagem

	Pesos ^(b)	t.v.h.								
		2012	2013	2014	2015	S2 2014	S1 2015	S2 2015	S1 2016	
Procura externa (BCE)^(a)	100,0	-0,2	1,9	4,8	4,2	4,9	4,6	3,8	2,9	
Procura externa intra-área do euro	66,3	-2,5	1,0	5,1	6,3	5,5	6,5	6,2	4,4	
da qual:										
Espanha	27,1	-6,2	-0,3	6,4	7,5	7,1	7,5	7,5	6,0	
Alemanha	13,7	0,3	3,2	4,0	5,0	3,6	5,4	4,7	3,2	
França	12,5	0,8	2,2	4,8	6,4	5,3	6,6	6,3	3,8	
Itália	3,9	-8,3	-2,2	3,0	5,8	3,2	6,4	5,3	2,1	
Procura externa extra-área do euro	33,7	4,3	3,7	4,3	0,8	4,0	1,6	0,0	0,5	
da qual:										
Reino Unido	5,6	2,9	3,4	2,5	5,8	1,9	6,1	5,6	3,3	
Estados Unidos	3,5	2,2	1,1	4,4	4,6	4,9	5,4	3,8	0,7	
Por memória:										
Importações de bens e serviços de Angola ^(c)	4,6	8,5	9,0	11,2	-23,8					
Procura externa corrigida ^(d)		0,3	2,4	5,2	2,4	5,3	2,8	2,1	1,9	

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

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

Gráfico 2.6 •
Balança corrente
e de capital na área
do euro
| Percentagem do PIB



Fonte: Eurostat.

Esta desaceleração ficou a dever-se ao menor crescimento da procura por parte dos parceiros comerciais da área do euro (4,4 por cento no primeiro semestre, o que compara com 6,3 por cento em 2015). Em contrapartida, o crescimento da procura externa por economias de fora da área do euro manteve-se estável em níveis bastante baixos no primeiro semestre (0,5 por cento, após 0,8 por cento em 2015). Se se tiver em conta a procura externa de Angola, o efeito é ainda mais pronunciado¹. De facto, a procura externa de bens e serviços tendo em conta as importações de Angola cresceu 1,9 por cento no primeiro semestre de 2016, o que compara com 2,4 por cento em 2015 e 5,2 por cento em 2014.

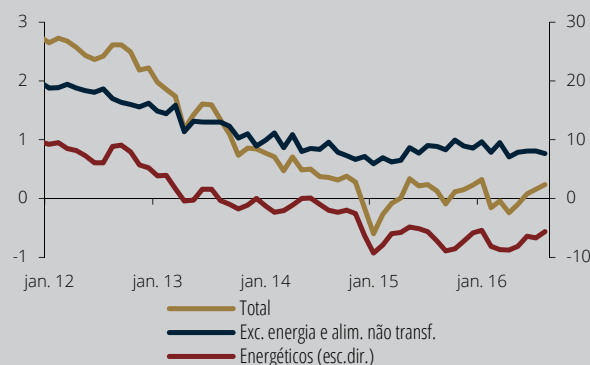
A inflação na área do euro estabilizou em níveis muito baixos

A inflação na área do euro, medida pela taxa de variação homóloga do IHPC, tem oscilado em torno de 0 por cento ao longo de 2016, situando-se em 0,2 por cento em julho. Estes baixos níveis de inflação são generalizados aos vários países da área do euro. O preço dos bens energéticos continuou a contribuir negativamente para o total da inflação, embora se antecipe que este contributo se reduza ao longo do ano

à medida que o efeito base da queda no preço do petróleo verificada até janeiro se esvanece. Ainda assim, a taxa de variação homóloga do IHPC excluindo energia e bens alimentares não transformados também se manteve estável em níveis relativamente baixos, situando-se em 0,8 por cento entre maio e julho (Gráfico 2.7). Entre os quatro maiores países da área do euro, é de referir que a taxa de variação homóloga do IHPC excluindo energia e bens alimentares não transformados na Alemanha se situava em 1,2 por cento em julho, enquanto em França, na Itália e em Espanha se encontrava em níveis em torno de 0,5 por cento.

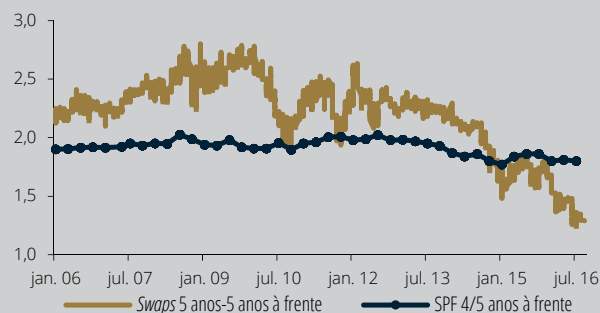
Esta evolução da inflação, claramente abaixo do objetivo de estabilidade de preços do BCE, está também associada à evolução das expectativas de inflação. De facto, apesar de um novo pacote de medidas de estímulo monetário, as expectativas de inflação na área do euro não subiram. As expectativas medidas por instrumentos de mercado mantiveram a sua trajetória descendente, enquanto as expectativas medidas por inquéritos estabilizaram num nível ligeiramente abaixo de 2 por cento (Gráfico 2.8).

Gráfico 2.7 • Inflação na área do euro medida pelo IHPC | Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

Gráfico 2.8 • Expetativas de inflação na área do euro | Percentagem



Fontes: BCE e Thomson Reuters.

Nota: Expetativas baseadas em *swaps* de inflação (*Swaps* 5 anos-5 anos à frente) e expetativas com base no *Survey of Professional Forecasters* (SPF 4/5 anos à frente).

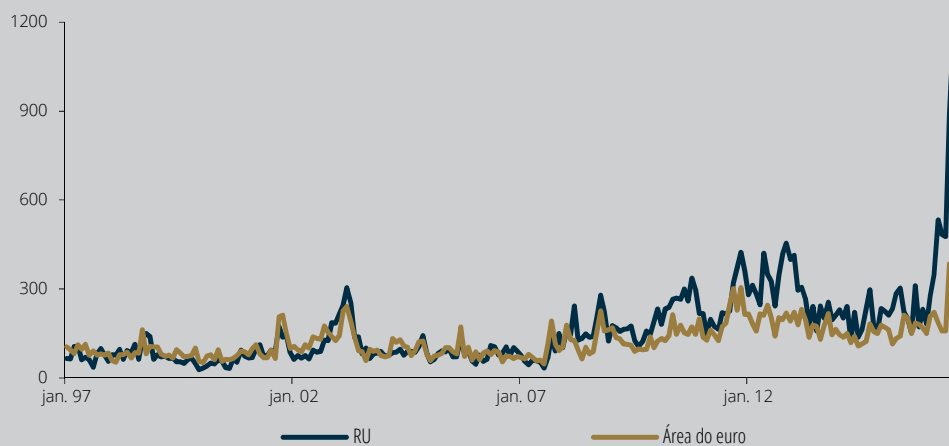
Caixa 2.1 | O impacto económico da saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*)

A vitória da posição favorável à saída da União Europeia (UE) no referendo no Reino Unido (RU), realizado no dia 23 de junho, iniciou um processo político complexo, com significativas implicações económicas. Contudo, não é ainda certo nem como este processo vai decorrer, podendo demorar vários anos, nem como irá acabar, nomeadamente qual será a futura configuração do relacionamento entre o RU e a UE. Com o intuito de iniciar o processo de saída da UE, o governo britânico terá de acionar o artigo 50 do Tratado da União Europeia, mas tal ainda não ocorreu.

Os efeitos mais imediatos do resultado do referendo foram um significativo acentuar da incerteza económica, política e institucional, em particular no RU (Gráfico 1). Nos mercados financeiros, a volatilidade atingiu níveis muito elevados, dado o sentimento relativamente generalizado de maior aversão ao risco, que suscitou um aumento da procura de ativos considerados mais seguros pelos investidores. No entanto, a duração da turbulência nos mercados financeiros foi bastante curta. No início de setembro, o impacto visível do resultado do referendo concentrava-se essencialmente no RU, com destaque para a desvalorização da libra esterlina em cerca 10 por cento em termos nominais. Por outro lado, o impacto adverso do resultado do referendo na confiança dos consumidores e dos empresários no RU foi também parcialmente revertido, num quadro de acalmia nos mercados financeiros, de nomeação de um novo governo no RU e da adoção pelo Banco de Inglaterra de um conjunto alargado de medidas de política monetária (Secção 2 deste *Boletim Económico*)².

No curto prazo, a persistência de um ambiente de elevada incerteza poderá ter repercussões macroeconómicas negativas na economia europeia, dado que os agentes económicos se tornam mais cautelosos, adiando as decisões de investimento e consumo e procurando ativos mais seguros. Estas repercussões deverão naturalmente ser mais significativas no RU, embora na área

Gráfico 1 • Índice de incerteza de política económica | 1997-2009=100



Fonte: www.policyuncertainty.com.

Notas: (a) O índice é baseado na contagem mensal de artigos de imprensa que incluam referências a incerteza económica e a assuntos de política económica. (b) O índice para a área do euro resulta da agregação dos índices para as 4 maiores economias, usando como ponderador o PIB respetivo.

do euro devam também ser tidos em conta alguns riscos políticos suscitados pelo resultado do referendo, bem como a persistência de alguns receios relativos à situação dos bancos em algumas economias, o que poderá contribuir para uma deterioração das condições de financiamento. Neste contexto, as projeções para o crescimento económico no RU foram revistas significativamente em baixa, particularmente em 2017, enquanto na área do euro foram revistas apenas ligeiramente em baixa. Em particular, a CE estima uma perda acumulada no PIB em 2017 entre 1,0 e 2,75 p.p. no RU e entre 0,25 e 0,5 p.p. na área do euro, considerando cenários com diferentes graus de severidade³. Note-se, no entanto, que os indicadores económicos divulgados para o Reino Unido ao longo dos últimos meses têm sido melhores que o esperado, o que, a par da estabilização nos mercados financeiros e da relativa recuperação da confiança dos agentes económicos, sugere que, no curto prazo, o impacto macroeconómico do resultado do referendo pode ser menos negativo que o inicialmente previsto.

Embora dependente de futuras negociações, é expectável que a saída do RU da UE implique uma diminuição do grau de integração entre os dois blocos económicos. Neste momento, considerando um grau decrescente de integração económica, as alternativas mais claras são: 1) a adesão ao Espaço Económico Europeu (EEE) que contempla um acesso amplo ao mercado único europeu, mas que inclui igualmente a adoção de normas e regulamentos da UE, a contribuição para o orçamento da UE e a livre circulação de pessoas; 2) a possibilidade de concretização de acordos de comércio livre (ACL), que contempla maior autonomia para o RU, mas potencialmente um acesso mais restrito ao mercado único (acordos deste género poderão possivelmente eliminar as barreiras alfandegárias no comércio de bens, mas são tradicionalmente limitados ao nível do comércio de serviços sem as contrapartidas de um mercado único); 3) retorno às condições do acordo geral de comércio da Organização Mundial de Comércio (OMC), em que não há necessidade de acordar normas e regulamentação comuns, mas em que as exportações do RU passarão a enfrentar a tarifa externa comum da UE (segundo a cláusula da nação mais favorecida).

Segundo a literatura económica, a diminuição do grau de integração económica entre o RU e a UE poderá ter repercussões económicas significativas. De um conjunto de canais de transmissão possíveis, destaca-se o impacto no comércio externo e no investimento estrangeiro. É de esperar que ocorra um aumento das barreiras alfandegárias e não-alfandegárias no comércio do RU com a UE. De referir que mesmo as condições para o comércio do RU com países terceiros deixarão de ser reguladas pelos acordos que até agora vigoravam no âmbito da UE, o que afetará também o comércio do RU com essas economias. O comércio com a UE representa cerca de metade do total do comércio do RU, pelo que a diminuição destes fluxos de comércio em relação à situação de permanência na UE não parece ser suscetível de ser compensada pelo aumento do comércio do Reino Unido com países terceiros. O RU deverá também perder atratividade como destino de investimento direto estrangeiro, que se poderá traduzir numa diminuição dos fluxos de entrada, mas também por potenciais desinvestimentos, com destaque para o setor financeiro caso o RU perca os direitos de passaporte vigentes ao nível da UE⁴. É também expectável que a diminuição do comércio externo e do investimento estrangeiro sejam amplificadas por potenciais efeitos indiretos negativos na produtividade e no crescimento potencial de longo prazo⁵. Note-se ainda que todos estes efeitos deverão começar a sentir-se imediatamente, dado que os agentes económicos tomarão agora as suas decisões de investimento e consumo de acordo com a situação esperada no longo prazo. Adicionalmente, a reafetação de fatores entre setores, que decorre da alteração da natureza e do grau de integração económica, deverá suscitar também alguns custos de transição. Em termos comparativos, refira-se que a exposição comercial e financeira do RU à área do euro é claramente superior à exposição da área do euro (ou de Portugal) ao RU (Quadro 1)⁶.

Quadro 1 • Exposição comercial e financeira

Dados de 2014		RU à área do euro	Área do euro ao RU	Portugal ao RU
Exportações de bens	% do PIB	7,0	2,6	1,7
	% do total	43,8	13,3	6,1
Exportações de serviços	% do PIB	4,1	1,3	1,9
	% do total	33,9	19,0	13,8
Importações de bens	% do PIB	10,7	1,6	1,0
	% do total	46,9	9,4	3,1
Importações de serviços	% do PIB	3,1	1,0	0,8
	% do total	42,7	16,7	11,1
IDE – ativos (posição)	% do PIB	23,9	15,6	1,4
	% do total	31,5	20,1	3,1
IDE – passivos (posição)	% do PIB	33,3	11,5	4,6
	% do total	45,0	18,9	6,3
Investimento de carteira – ativos (posição)	% do PIB	50,1	9,8	4,3
	% do total	38,3	16,2	6,2

Fontes: BCE, Eurostat, FMI, ONS e Banco de Portugal.

Notas: (a) IDE: Investimento direto estrangeiro. (b) No caso do IDE do RU, a exposição à área do euro não inclui Chipre, Letónia, Lituânia e Malta.

Em particular para o RU, vários estudos avaliaram empiricamente o impacto macroeconómico da saída da UE através de modelos económicos que, dependendo do horizonte considerado, consideram alguns dos canais acima mencionados (Quadro 2). Em geral, as simulações para o impacto de longo prazo consideram principalmente a diminuição do comércio externo, do investimento direto estrangeiro e do produto potencial. São igualmente consideradas as várias possibilidades acima referidas para um relacionamento futuro do RU com a UE. Estas estimativas, sujeitas obviamente a grande incerteza, sugerem que no longo prazo o PIB do RU possa ser aproximadamente entre 2 e 8 pontos percentuais mais baixo do que seria caso o RU permanecesse na UE. O impacto na área do euro deverá ser bastante menor, mas provavelmente refletirá alguma heterogeneidade entre países. No caso de Portugal, o principal impacto deverá decorrer da evolução dos fluxos de comércio externo, sendo potencialmente mais relevante no caso das exportações de serviços (Quadro 1).

Quadro 2 • Estimativas do impacto macroeconómico da saída do RU da UE no longo prazo (desvios percentuais do cenário de base em que o RU permaneceria na UE)

	OCDE	LSE / CEP	HM Treasury			NIESR			
	ACL	ACL	EEE	ACL	OMC	EEE	ACL	OMC	OMC+
Relação futura do RU com a UE:									
PIB do RU	-5,1	-7,9	-3,8	-6,2	-7,5	-1,8	-2,1	-3,2	-7,8
Comércio externo do RU	-15,0	-12,6	-9,0	-16,5	-20,5	-13,5	-15,5	-25,0	-22,0
IDE no RU	-27,5	-	-10,0	-17,5	-22,0	-10,0	-17,0	-24,0	-24,0

Fontes: HM Treasury, London School of Economics/Centre for Economic Performance, National Institute of Economic and Social Research e OCDE.

Notas: (a) Longo prazo: cerca de 2030 na generalidade das estimativas. (b) Os valores são, em geral, estimativas centrais de um intervalo de estimação (por vezes bastante amplo) que considera diferentes hipóteses para cada alternativa de relacionamento futuro do RU com a UE. As alternativas consideradas são EEE (adesão ao Espaço Económico Europeu), ACL (concretização de um acordo de comércio livre) e OMC (retorno às condições do acordo geral de comércio da Organização Mundial de Comércio), que representam graus de integração económica decrescentes. (c) Nos resultados do NIESR, apenas o cenário OMC+ inclui efeitos na produtividade, acrescentando uma queda de 5 por cento nesta variável ao cenário OMC. (d) Todas as estimativas são baseados no modelo NIGEM, exceto as do LSE / CEP.

3. Condições monetárias e financeiras na área do euro

3.1. Área do euro

· O Eurosistema adotou
· medidas de estímulo adicionais

Na reunião de março, o Conselho do BCE adotou medidas adicionais de estímulo monetário, dada a deterioração das condições económicas e financeiras e o aumento dos riscos descendentes para a inflação. A decisão do Conselho consubstanciou-se em quatro novos conjuntos de medidas. Primeiro, uma nova redução nas taxas de juro oficiais, diminuindo a taxa principal de refinanciamento para 0 por cento, a taxa da facilidade de depósito para -0,4 por cento e a taxa da facilidade de cedência marginal para 0,25 por cento. Segundo, uma expansão do montante das compras mensais do programa de compra de ativos (*APP – Asset Purchase Program*) de 60 para 80 mil milhões de euros e a extensão do prazo do programa até março de 2017. De modo a garantir uma implementação suave do programa, foram também aumentados os limites de emissão e de emitente dos títulos de dívida de organizações internacionais ou de bancos de desenvolvimento multilaterais. Terceiro, o Conselho decidiu incluir títulos de dívida emitidos por sociedades não bancárias da área do euro no programa de compras (*CSPP – Corporate Sector Purchase Program*). Por fim, foi lançada uma nova série de operações de prazo alargado direcionadas, de forma a incentivar a concessão de crédito à economia (*TLTRO-II*). As contrapartes podem financiar-se nestas operações num montante até 30 por cento do *stock* de crédito elegível no início do ano. Cada uma das operações tem maturidade de quatro anos e uma taxa máxima igual à taxa principal de refinanciamento. No caso de o crédito concedido entretanto pelo banco exceder um determinado limite, a taxa pode descer até um mínimo igual à taxa da facilidade de depósito, o que constitui na prática um “subsídio” à concessão de crédito dado o nível atual das taxas de juro oficiais.

· As condições monetárias
· e financeiras na área do euro
· registaram uma evolução
· relativamente favorável

As medidas tomadas pelo Conselho do BCE contribuíram, de modo geral, para uma melhoria nas condições monetárias e financeiras. Esta melhoria foi mais visível na evolução descendente nas taxas de juro, em contraste com a apreciação registada na taxa de câmbio do euro. A curva de rendimentos da área do euro deslocou-se para baixo, em particular nas maturidades mais longas (Gráfico 3.1). A taxa de rendibilidade da dívida pública a 10 anos da área do euro encontra-se atualmente em níveis bastante baixos, inferior a 0,5 por cento, o que corresponde a uma queda de 70 p.b. face aos níveis do final de 2015. Esta descida foi comum a outras economias avançadas, refletindo *inter alia* uma redução das taxas de juro sem risco globais. No seio da área do euro, os diferenciais das taxas de juro entre países da área do euro alargaram-se em algumas jurisdições. No caso de Portugal, o diferencial da taxa de dívida soberana a 10 anos face à Alemanha aumentou mais de 100 p.b. no primeiro semestre (Gráfico 3.2). Ainda assim, as taxas de rendibilidade de longo prazo continuam a situar-se claramente abaixo dos níveis consistentes com os fundamentos macroeconómicos nos diferentes países⁷.

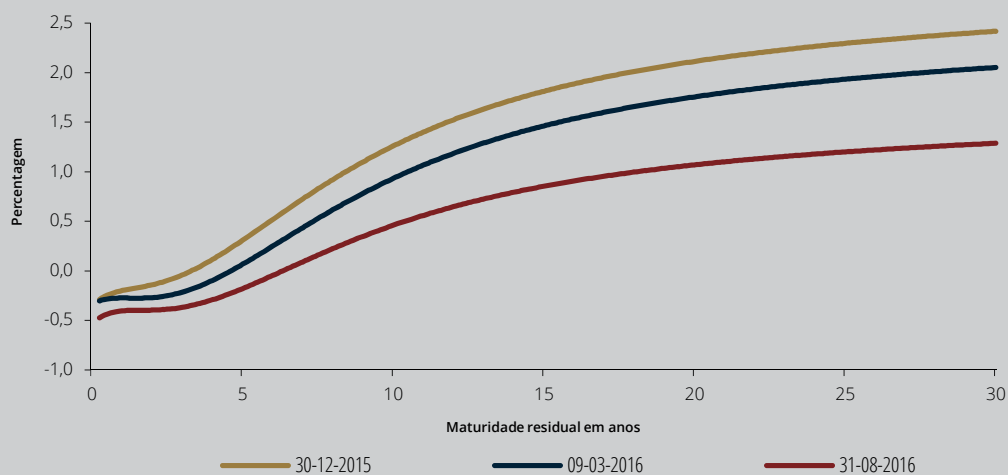
Nos mercados cambiais, o euro apreciou ligeiramente ao longo do ano, refletindo em particular o resultado do referendo britânico, as perspetivas para a economia mundial e as diferentes expectativas quanto à evolução da política monetária nas diferentes jurisdições. Assim, entre 31 de dezembro e 1 de setembro, a taxa de câmbio efetiva do euro apreciou 2,6 por cento, refletindo em particular uma apreciação de 13,1 por cento face à libra esterlina, 6,3 por cento face ao renmimbi e 0,9 por cento face ao dólar e uma depreciação de 16 por cento face ao iene.

As medidas de estímulo monetário adotadas pelo BCE contribuíram para uma redução dos custos de financiamento do setor privado, tanto financeiro como não financeiro, bem como para incentivar o mercado de crédito. Neste contexto, os custos de financiamento dos bancos encontram-se em níveis mínimos históricos, tanto por via da redução do custo de financiamento em mercado como por via da redução das taxas de juro de depósito. Adicionalmente, o custo de financiamento por via de empréstimos bancários na área do euro reduziu-se em 20 p.b. na primeira metade do ano no caso das empresas não financeiras, para

1,90 por cento, e em 25 p.b. no caso das famílias para compra de habitação, para 1,97 por cento. Finalmente, a expansão do APP para títulos do setor privado também contribuiu para a redução dos custos de financiamento do setor privado não financeiro (Gráfico 3.3), a par de alguma evidência de um aumento da atividade neste segmento.

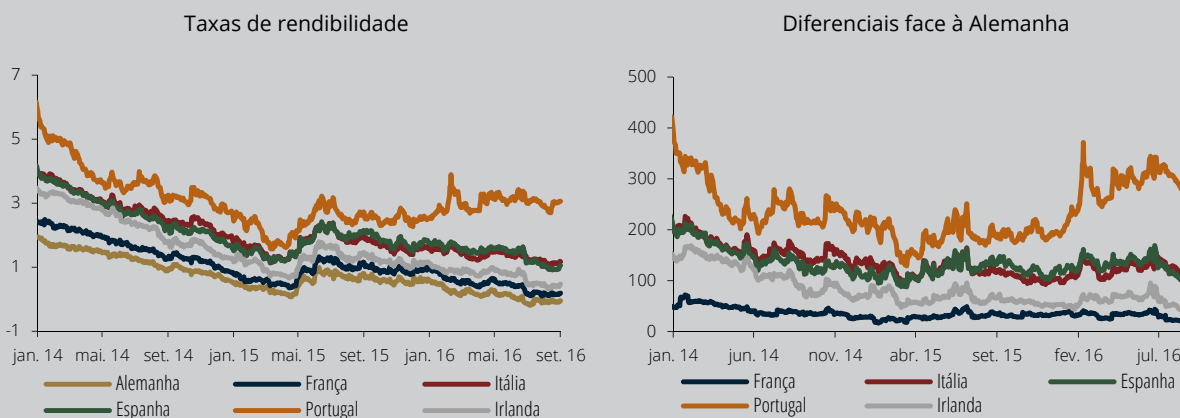
O crédito bancário ao setor privado da área do euro continuou a recuperar de forma gradual. Os empréstimos às empresas não financeiras cresceram em junho 1,7 por cento em termos anuais, face a um crescimento de 0,4 por cento no final de 2015. De igual modo,

Gráfico 3.1 •
Curva de rendimentos da área do euro | Percentagem



Fonte: BCE.

Gráfico 3.2 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos de países da área do euro e respetivos diferenciais face à Alemanha | Percentagem e pontos base



Fonte: Thomson Reuters.

os empréstimos às famílias também aceleraram, de 1,4 para 1,7 por cento no mesmo período (Gráfico 3.4).

3.2. Portugal

As condições monetárias e financeiras continuaram a melhorar no primeiro semestre de 2016

A evolução das condições monetárias e financeiras do setor privado não financeiro manteve-se

favorável no primeiro semestre de 2016, para o que contribuiu o reforço das medidas não convencionais de política monetária adotadas pelo BCE. A evolução do crédito bancário concedido a empresas e particulares em termos de quantidade e de preço no primeiro semestre de 2016 foi consistente com a recuperação das condições monetárias e financeiras em Portugal.

Por outro lado, no primeiro trimestre de 2016 registou-se um aumento acentuado das taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa, que estabilizaram posteriormente em níveis superiores aos observados ao longo de 2015. Simultaneamente, registou-se um incremento



Gráfico 3.3 •
Taxas de rendibilidade do setor privado não financeiro da área do euro – índice do *Bank of America Merrill Lynch* | Percentagem

Fonte: Bloomberg – Bank of America Merrill Lynch.



Gráfico 3.4 •
Taxa de variação anual dos empréstimos bancários na área do euro | Percentagem

Fonte: BCE.

do diferencial face às taxas de rendibilidade da dívida pública na Alemanha, Espanha e Itália (para mais detalhe, ver secção 3.1). Esta evolução do custo de financiamento do soberano reflete a permanência de fragilidades estruturais na economia portuguesa, com destaque para o baixo crescimento nominal da economia e para os exigentes desafios associados ao processo de consolidação orçamental. Não obstante, as taxas de juro da dívida pública portuguesa situam-se em níveis relativamente baixos em termos históricos, o que está associado *inter alia* à plena implementação do programa de compra de títulos de dívida pública pelo BCE.

Na primeira metade de 2016, o sistema bancário português reverteu parcialmente a recuperação registada durante o ano 2015, observando-se uma redução nos indicadores de rendibilidade, uma ligeira diminuição dos rácios de solvabilidade e a manutenção da posição de liquidez⁸. A situação do sistema bancário português apresenta-se frágil em comparação com os restantes países da área do euro, criando desafios à transmissão da política monetária. O elevado nível de crédito em risco continuou a representar um risco para o financiamento da economia, embora não exista evidência de restrições generalizadas na oferta de crédito. Neste contexto, os bancos inquiridos no âmbito do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* continuam a participar nas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas promovidas pelo BCE, motivados pelo impacto favorável na rendibilidade bem como pelo cumprimento dos requisitos regulamentares de liquidez⁹. De acordo com este inquérito, a participação nestas operações tem contribuído positivamente para a concessão de crédito, evidenciando-se o crédito a empresas e a particulares para consumo e outros fins.

Os novos empréstimos a particulares aumentaram significativamente, sobretudo no segmento para consumo

A tendência de aumento nos novos empréstimos bancários concedidos por bancos residentes a particulares manteve-se no primeiro semestre de 2016 (Gráfico 3.5). Esta tendência verificou-se

nos segmentos para aquisição de habitação e para consumo, com os novos empréstimos para consumo a registarem valores próximos dos observados em meados de 2010. No crédito à habitação, registou-se uma tendência de aumento dos empréstimos com prazo de fixação da taxa de juro superior a 1 ano, que se acentuou no primeiro semestre de 2016, representando em junho de 2016 aproximadamente 30 por cento do total dos novos empréstimos. Esta tendência sugere que os bancos têm vindo a adaptar a sua política de concessão de empréstimos à habitação às condições de mercado. A diminuição significativa dos empréstimos para aquisição de habitação com maturidade contratual superior a 45 anos que se verificou em 2015 é consistente com a nova política de concessão de empréstimos (Gráfico 3.6).

A recuperação dos novos empréstimos para consumo continua relacionada com a aquisição de automóvel (Gráfico 3.7), bem como com uma maior dinâmica nos empréstimos para fins pessoais neste período. Note-se que o peso do crédito ao consumo no total do consumo privado continuou a registar uma tendência crescente, aproximando-se dos valores observados em 2009 (para mais detalhe, ver secção 6). A taxa de variação anual dos *stocks* de empréstimos para consumo concedidos por bancos residentes manteve a tendência crescente (Gráfico 3.8), registando valores próximos dos observados em meados de 2009.

De acordo com os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito de julho de 2016, e apesar da relativa estabilidade nos critérios de concessão de crédito, a pressão concorrencial entre instituições bancárias, a avaliação mais favorável dos riscos relacionados com a situação económica, as perspetivas mais favoráveis sobre o mercado de habitação, bem como uma redução dos custos de financiamento e restrições de balanço, contribuíram para uma menor restritividade na concessão de crédito ao segmento dos particulares. Os resultados do inquérito sugerem ainda um ligeiro aumento da procura de empréstimos neste segmento, motivado pelo aumento da confiança dos consumidores e, em menor grau, pelo nível geral das taxas de juro. Em particular, o aumento

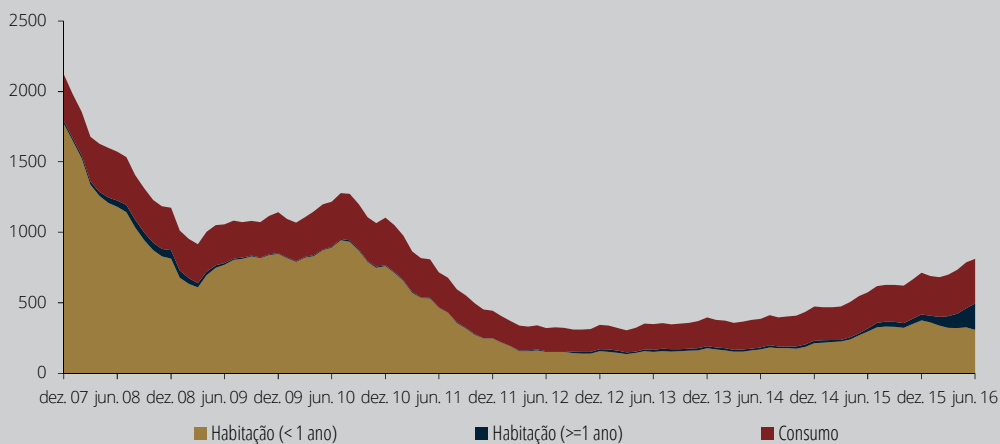


Gráfico 3.5 •
Montante de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Média móvel de 3 meses, em milhões de euros

Fonte: Banco de Portugal.

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

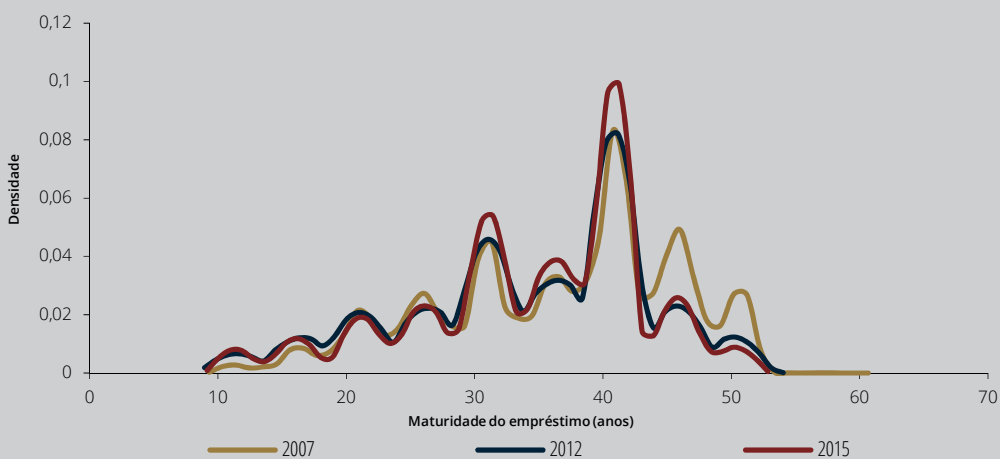


Gráfico 3.6 •
Distribuição das maturidades dos novos empréstimos para aquisição de habitação

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Maturidades (em anos) dos contratos de crédito à habitação e crédito conexo ponderadas pelos montantes de crédito. A análise inclui contratos com prazo contratual superior a 10 anos.

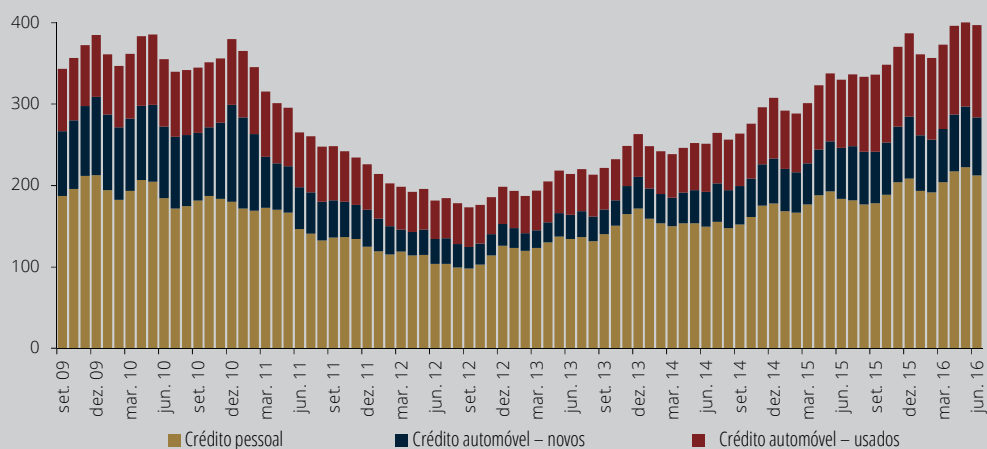


Gráfico 3.7 •
Montante dos novos contratos de crédito aos consumidores por categoria do crédito | Média móvel de 3 meses, em milhões de euros

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: 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.

da procura de empréstimos para aquisição de habitação está relacionado com perspetivas mais positivas sobre o mercado de habitação, incluindo o aumento esperado dos preços (Caixa “Evolução recente dos preços da habitação em Portugal à luz dos seus fundamentos macroeconómicos”).

Continuação do processo de desalavancagem dos particulares, sobretudo no segmento da habitação

O volume mensal de novos empréstimos para aquisição de habitação continuou a aumentar apesar de se manter em níveis distantes dos registados no período anterior à crise financeira. O elevado peso dos empréstimos para aquisição de habitação no total de empréstimos e o elevado volume de reembolsos antecipados contribuíram para que a taxa de variação anual do stock de empréstimos bancários concedidos por bancos residentes a particulares continuasse negativa no primeiro semestre de 2016 (Gráfico 3.8). De acordo com a informação sobre mercados bancários de retalho¹⁰, verificou-se um

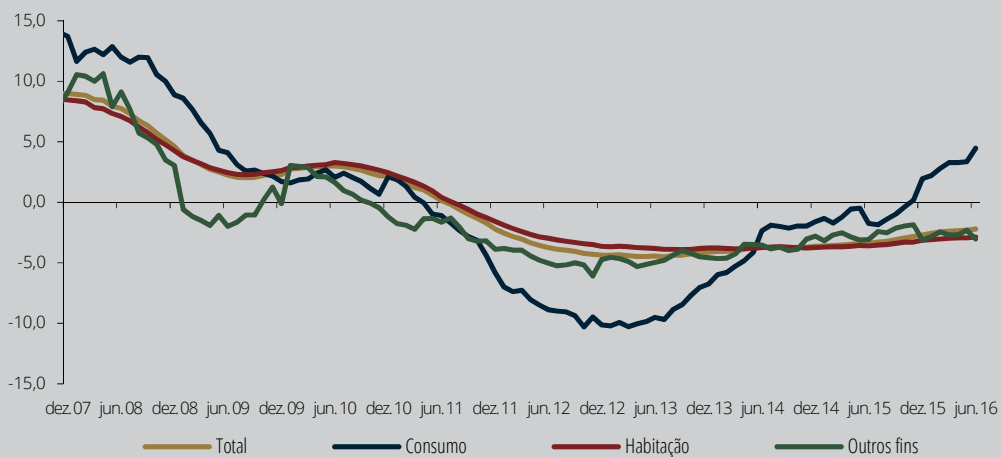
aumento considerável no número e montante de reembolsos antecipados em 2015 face a 2014 (8,5 por cento e 36,1 por cento, respetivamente). Para esta evolução contribuiu o aumento de 16,5 por cento no número de reembolsos antecipados totais.

Em 2015, os reembolsos antecipados (totais e parciais) foram mais significativos para os contratos celebrados entre 2011 e 2014. Este perfil dos reembolsos poderá estar relacionado com a evolução dos *spreads*, uma vez que os contratos com reembolsos totais ou parciais em 2015 apresentavam um *spread* médio associado mais elevado do que o *spread* médio dos contratos de crédito à habitação vivos no final de 2014 (Caixa “Reembolsos antecipados no crédito à habitação em 2015”).

As taxas de juro de novos empréstimos a particulares mantiveram a tendência descendente

O aumento dos novos empréstimos concedidos a particulares verificado no primeiro semestre de 2016 foi acompanhado de uma redução no

Gráfico 3.8 •
Empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

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

custo do crédito no segmento da habitação e para consumo (Gráfico 3.9), num contexto de descida generalizada das taxas de referência interbancárias. O *spread* médio dos contratos de crédito à habitação com taxa variável situou-se em 2,10 p.p. em junho de 2016, menos 12 p.p. do que em junho de 2015, e em níveis idênticos aos observados em 2011. No segmento de crédito para consumo, o *spread* médio manteve a tendência decrescente, registando também valores próximos dos observados em 2011.

A distribuição dos *spreads* dos contratos de habitação e crédito conexo deslocou-se para a esquerda em 2015

A distribuição dos *spreads* dos contratos de habitação e crédito conexo¹¹ celebrados em cada ano tem-se alterado consideravelmente ao longo dos últimos anos (Gráfico 3.10). No período anterior à crise, verificava-se uma concentração à esquerda nos *spreads* praticados pelos bancos neste tipo

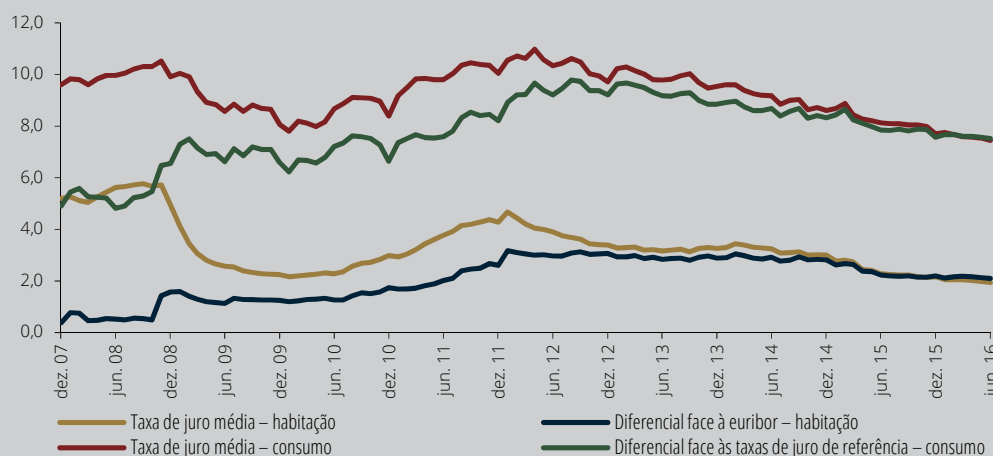


Gráfico 3.9 • Taxas de juro de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares | Em percentagem e em pontos percentuais

Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

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

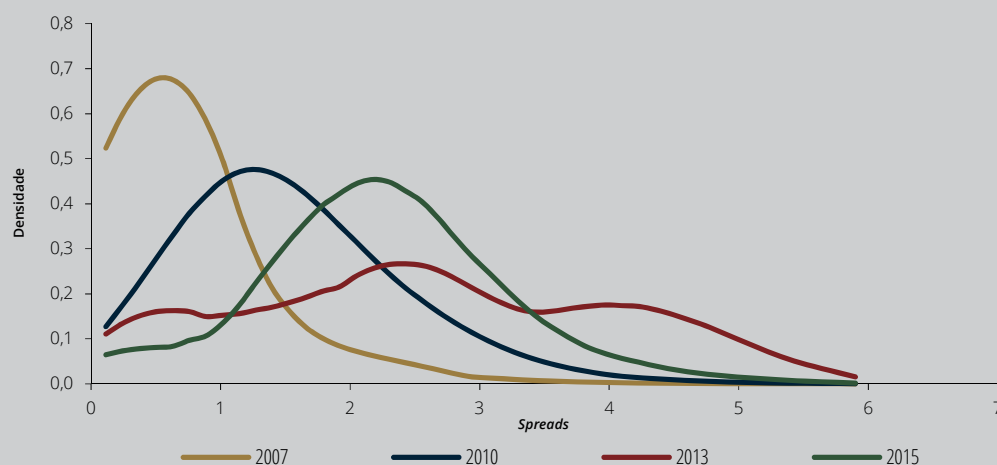


Gráfico 3.10 • Distribuição dos *spreads* dos contratos de crédito à habitação e crédito conexo

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: *Spreads* dos contratos de crédito à habitação e crédito conexo ponderados pelos montantes de crédito. A análise inclui contratos com prazo contratual superior a 10 anos.

de contratos. Entre 2007 e 2013, a distribuição dos *spreads* nos contratos de habitação e crédito conexo deslocou-se para a direita, apresentando-se em 2013 bastante mais dispersa do que nos anos anteriores. Esta maior dispersão sugere uma maior diferenciação nos *spreads* praticados pelos bancos nestes contratos. Em 2015, a forma da distribuição destes *spreads* foi semelhante à observada em 2010, com a dispersão a diminuir e a deslocar-se para a esquerda, ainda que se situasse consideravelmente mais à direita e apresentasse uma maior dispersão face ao período anterior à crise.

Os depósitos dos particulares permaneceram robustos num contexto de baixo nível das taxas de juro

Os depósitos dos particulares mantêm-se robustos desde o início da crise financeira (Gráfico 3.11). Apesar do atual contexto de baixo nível das taxas de juro de curto prazo, o aumento no montante aplicado em depósitos transferíveis¹² a par da estabilidade registada no montante aplicado noutros depósitos (depósitos com pré-aviso, a prazo e equiparados a depósitos) contribuíram para a tendência crescente observada nos depósitos dos particulares. Esta evolução

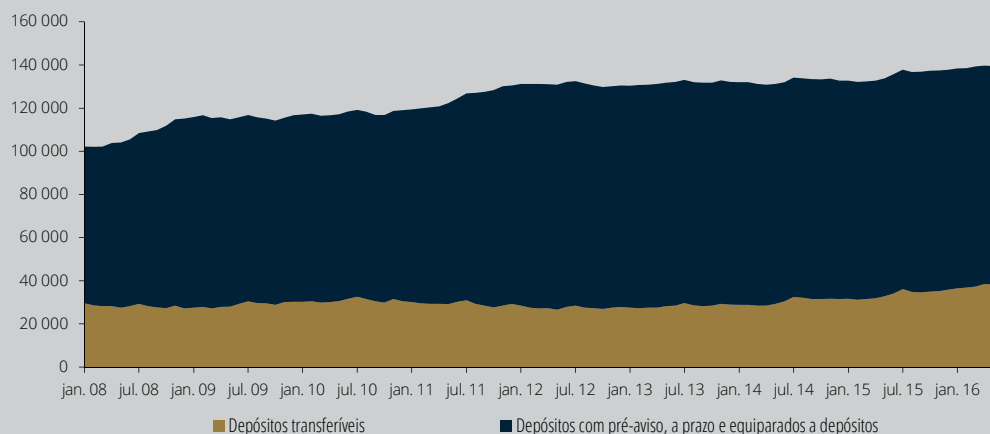
reflete uma recomposição da carteira de ativos com um desinvestimento em ativos de maior risco e aplicações em ativos com garantia de capital, com aquisições líquidas de certificados de aforro e do Tesouro e constituição líquida de depósitos¹³.

A baixa rendibilidade dos depósitos a prazo e o reduzido diferencial da rendibilidade entre depósitos com diferentes prazos pode explicar o aumento no montante aplicado em depósitos transferíveis e a maior procura de aplicações complexas de capital garantido. O montante total aplicado em depósitos indexados e duais ultrapassava 10 mil milhões de euros no final de 2015, representando um aumento de aproximadamente 44 por cento face a 2014, e cerca de 10 por cento do montante total aplicado por clientes bancários particulares em depósitos a prazo¹⁴.

A taxa de variação anual do crédito concedido a empresas manteve-se em níveis ligeiramente negativos no primeiro semestre de 2016

A taxa de variação anual do crédito total¹⁵ concedido a sociedades não financeiras manteve-se ligeiramente negativa no primeiro semestre

Gráfico 3.11 •
Montante de depósitos bancários dos particulares em bancos residentes
| Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Inclui depósitos de emigrantes.

de 2016 (Gráfico 3.12). Tal como observado desde meados de 2015, as empresas residentes financiaram-se através da obtenção de empréstimos concedidos por bancos não residentes e, em menor escala, através da emissão de títulos de dívida no exterior, o que tem implicado um contributo positivo do sector não residente para a evolução do crédito total. Por seu turno, a taxa de variação anual do *stock* de empréstimos bancários concedidos por bancos residentes a empresas continuou a recuperar, apesar de permanecer negativa em junho de 2016 (Gráfico 3.13). Esta análise é consistente com os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito de julho de 2016, que indicam uma redução dos *spreads* aplicados nos empréstimos de risco médio, sobretudo a pequenas e médias empresas, e uma estabilização da procura de empréstimos por parte das empresas.

À semelhança do verificado ao longo de 2015, a evolução negativa registada no *stock* de empréstimos concedidos por bancos residentes durante

o primeiro semestre de 2016 deve-se fundamentalmente aos setores da construção e atividades imobiliárias, que continuaram a registar taxas de variação muito negativas (Gráfico 3.14). A taxa de variação dos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas da indústria transformadora registou um valor próximo de zero em junho de 2016, depois de uma progressiva diminuição ao longo de 2015. Por sua vez, a taxa de variação dos empréstimos concedidos por bancos residentes ao setor do comércio e reparação de veículos permaneceu em valores elevados.

A análise desagregada da evolução do crédito concedido por bancos residentes por dimensão da empresa sugere uma recuperação progressiva na taxa de variação anual do crédito concedido a pequenas e médias empresas (Gráfico 3.15). Note-se a menor heterogeneidade na evolução do crédito por dimensão de empresa ao longo do primeiro semestre de 2016, consistente com o processo de normalização do mercado de crédito.

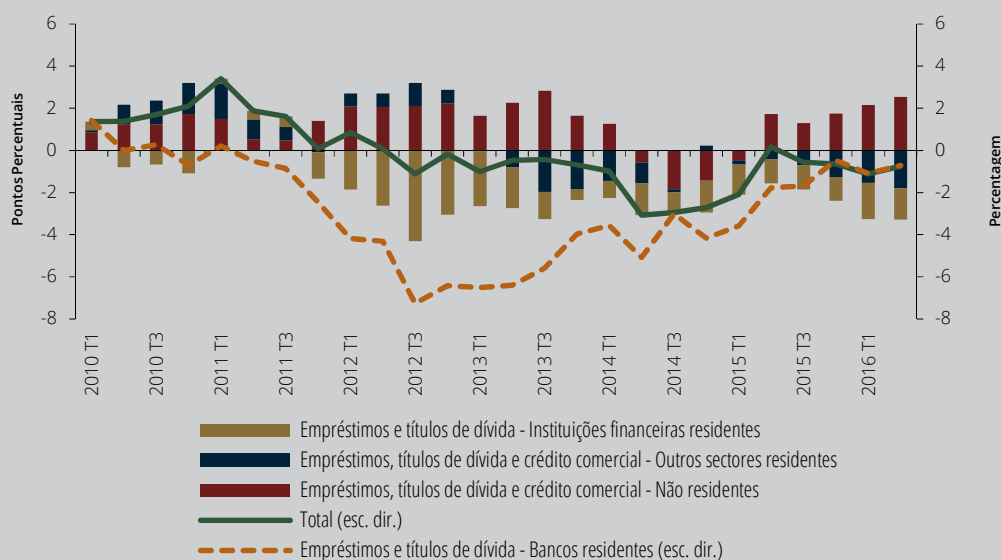


Gráfico 3.12 •
Crédito total concedido a sociedades não financeiras | Taxa de variação anual e contributos por setor, em percentagem e pontos percentuais

Fonte: Banco de Portugal.

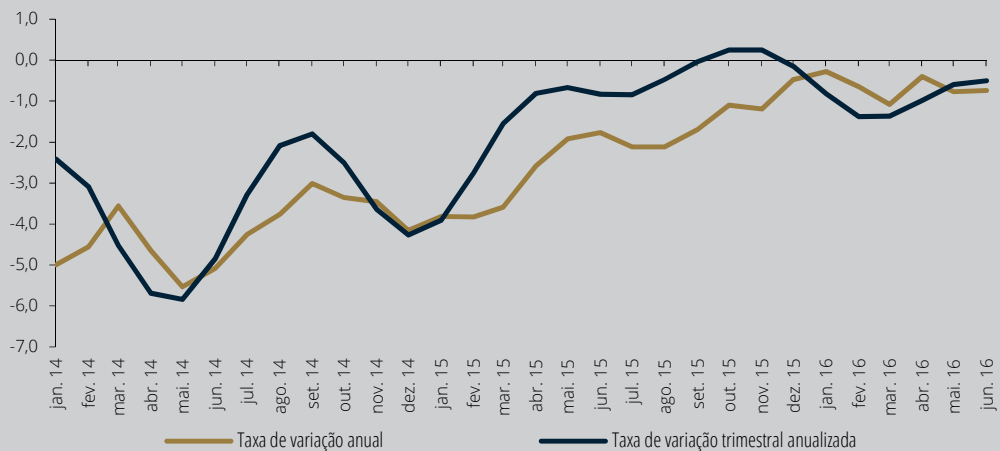
Nota: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos em fim de mês (ajustados de operações de titularização) e transações mensais. As transações mensais são calculadas a partir das diferenças entre saldos em fim de mês corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo,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

Os empréstimos bancários continuam a ser canalizados para empresas com melhor perfil de risco

Os empréstimos bancários concedidos a empresas continuam a apresentar uma evolução diferenciada por perfil de risco (Gráfico 3.16).

A canalização do crédito para empresas com melhor perfil de risco está a contribuir para melhorar o perfil de risco da carteira de crédito dos bancos (Gráfico 3.17). Em 2015, a distribuição da probabilidade de *default* das carteiras de crédito dos bancos deslocou-se para a esquerda, com uma maior densidade de crédito concedido a empresas com melhor risco de crédito,

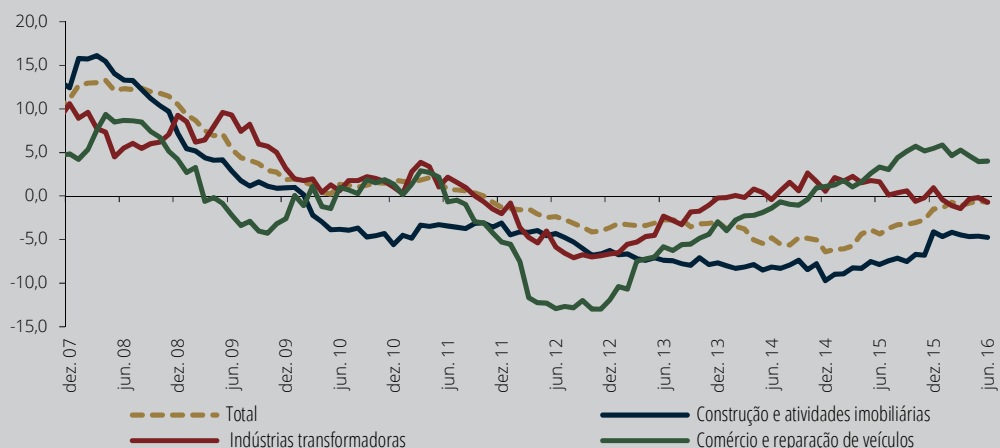
Gráfico 3.13 •
Crédito concedido por bancos residentes a sociedades não financeiras | Taxa de variação anual e taxa de variação trimestral anualizada, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

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

Gráfico 3.14 •
Empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas por setor de atividade | Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

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

aproximando-se da distribuição verificada no período anterior à crise financeira internacional.

... O endividamento das empresas diminuiu ligeiramente, em paralelo com a recuperação da rentabilidade

As estatísticas das empresas não financeiras da central de balanços relativas ao primeiro trimestre de 2016 sugerem que o rácio de endividamento das empresas continua a melhorar, embora permaneça em níveis elevados (Gráfico 3.18). Esta melhoria do rácio de endividamento foi transversal aos diferentes setores de atividade. A análise por dimensão da empresa

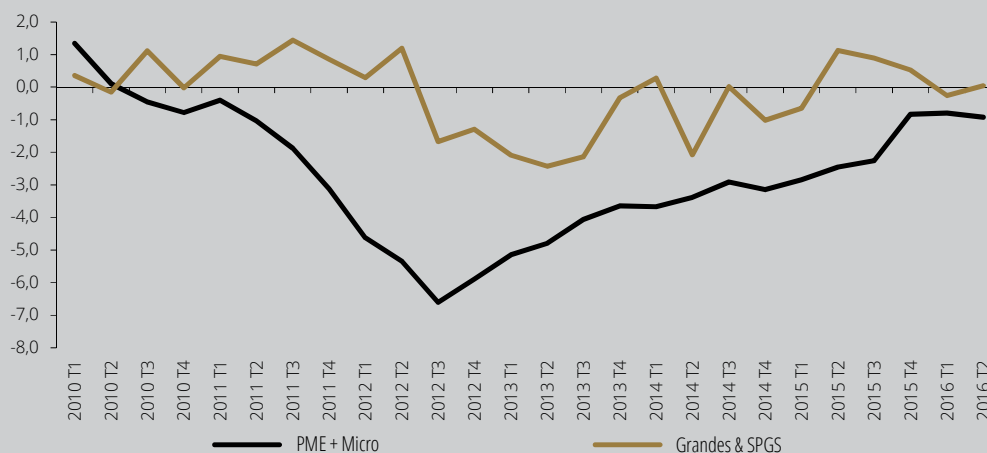


Gráfico 3.15 • Crédito concedido por bancos residentes a empresas por dimensão | Taxa de variação anual, em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Consideram-se empréstimos e títulos na posse de bancos residentes. 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.

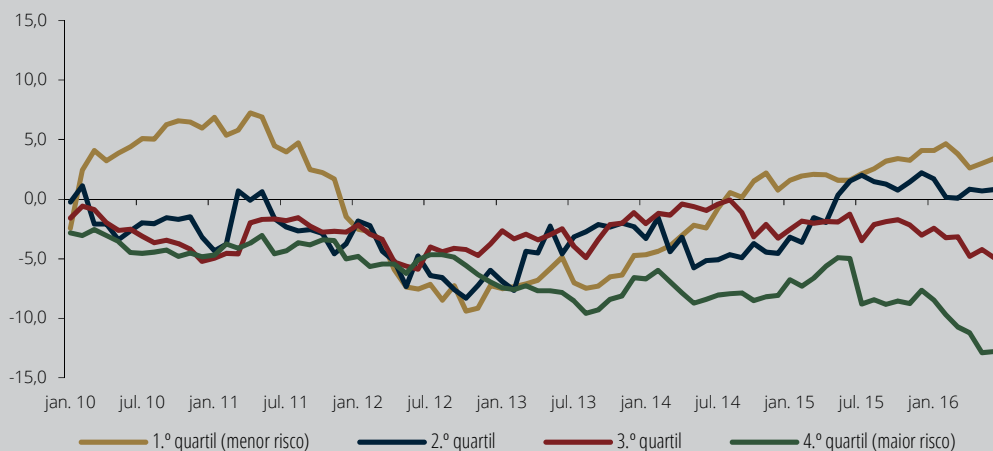


Gráfico 3.16 • Crédito concedido por instituições financeiras residentes a empresas privadas por quartil de risco de crédito | Taxa de variação homóloga, em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

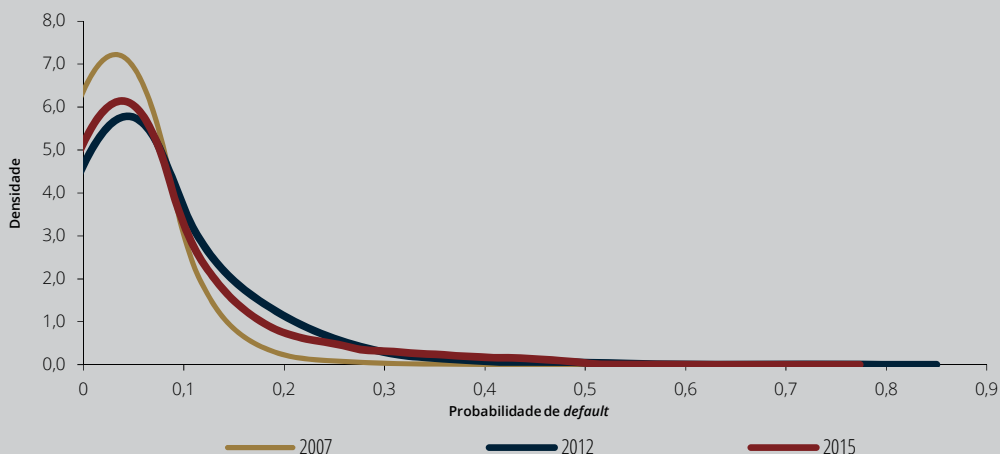
Nota: O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016. A taxa de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

revela que esta melhoria se deveu às pequenas e médias empresas (PME), uma vez que o rácio de endividamento das grandes empresas se manteve virtualmente estável. A evolução favorável do rácio de endividamento das empresas foi acompanhada pela recuperação no rácio de rendibilidade (Gráfico 3.19), transversal aos diversos setores de atividade e às diferentes classes de dimensão das empresas.

A evolução conjunta destes dois indicadores poderá indicar que as empresas estão a

substituir fontes externas de financiamento por financiamento interno. De acordo com os resultados do inquérito ao financiamento das PME na área do euro (SAFE¹⁶) para o período entre outubro de 2015 e março de 2016, a percentagem de pequenas e médias empresas a responder que não recorreu a crédito bancário por ter recursos internos suficientes aumentou consideravelmente (aproximadamente 13 pontos percentuais) face ao período entre abril e setembro de 2013.

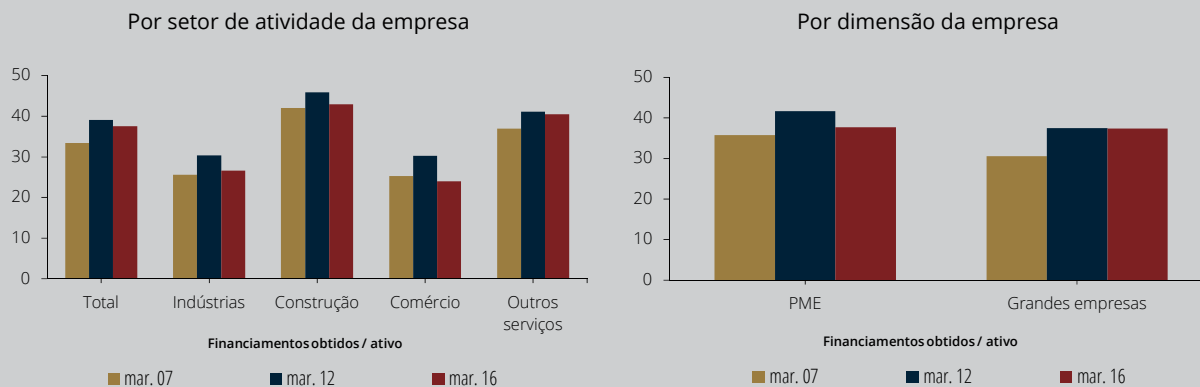
Gráfico 3.17 •
Distribuição da probabilidade de *default* da carteira de crédito dos bancos



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Probabilidades de *default* ponderadas pelos montantes de crédito. A amostra inclui empresas privadas com fins lucrativos. O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", Banco de Portugal, *Revista de Estudos Económicos*, vol. 2, n.º 2, abril de 2016.

Gráfico 3.18 • Endividamento das empresas | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

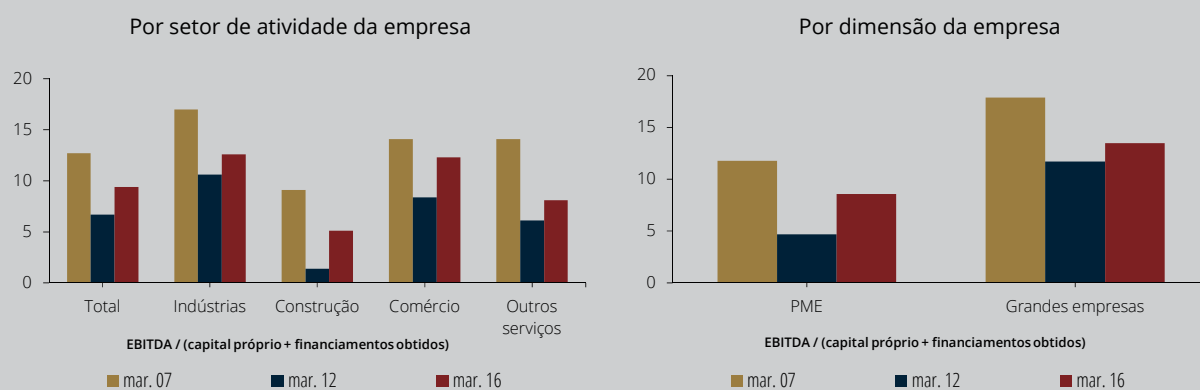
Nota: O total das empresas inclui empresas privadas e exclui empresas do setor da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca.

As taxas de juro dos novos empréstimos às empresas continuaram a diminuir no primeiro semestre de 2016

As taxas de juro dos novos empréstimos concedidos às empresas mantiveram a tendência decrescente no primeiro semestre de 2016, registando novos níveis mínimos históricos (Gráfico 3.20). Em junho de 2016, o diferencial face à taxa Euribor permaneceu em níveis bastante superiores aos

verificados no período anterior à crise financeira internacional, apesar da progressiva diminuição que se tem verificado. Esta tendência de redução do *spread* em novos empréstimos a empresas não financeiras tem contribuído para a redução do diferencial entre as taxas de juro praticadas em Portugal e na área do euro (Gráfico 3.21). A evolução do diferencial entre as taxas de juro praticadas em Portugal e na área do euro é consistente com a normalização das condições monetárias e financeiras da economia portuguesa.

Gráfico 3.19 • Rendibilidade das empresas | Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O total das empresas inclui empresas privadas e exclui empresas do setor da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca. O EBITDA é o resultado antes de depreciações e amortizações, juros suportados e impostos.

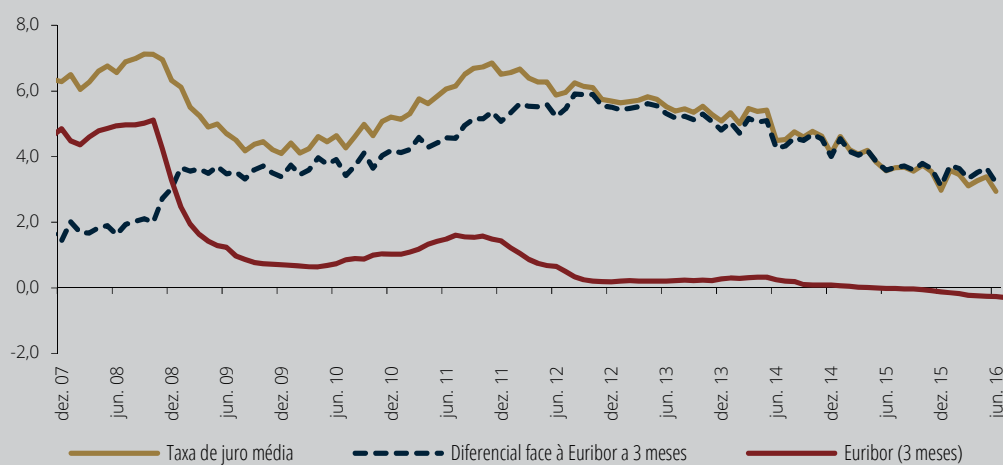


Gráfico 3.20 • Taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras | Em percentagem e em pontos percentuais

Fontes: Consesus Economics, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

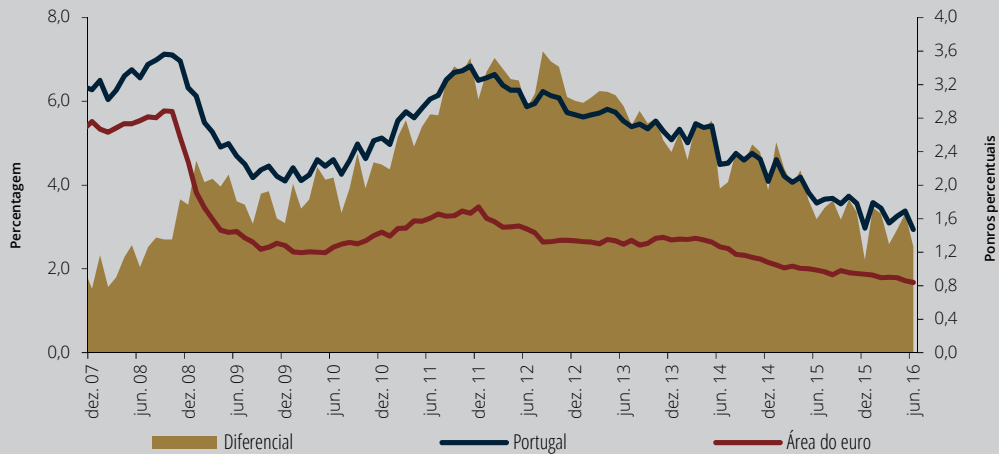
Nota: A taxa de juro média é calculada com base nos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo. A taxa de juro real corresponde à diferença entre a taxa de juro média e as expectativas de inflação para Portugal para um horizonte de 12 meses.

A distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos continuou a deslocar-se para a esquerda, com maior impacto nas empresas com melhor risco de crédito

A distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos a empresas continuou

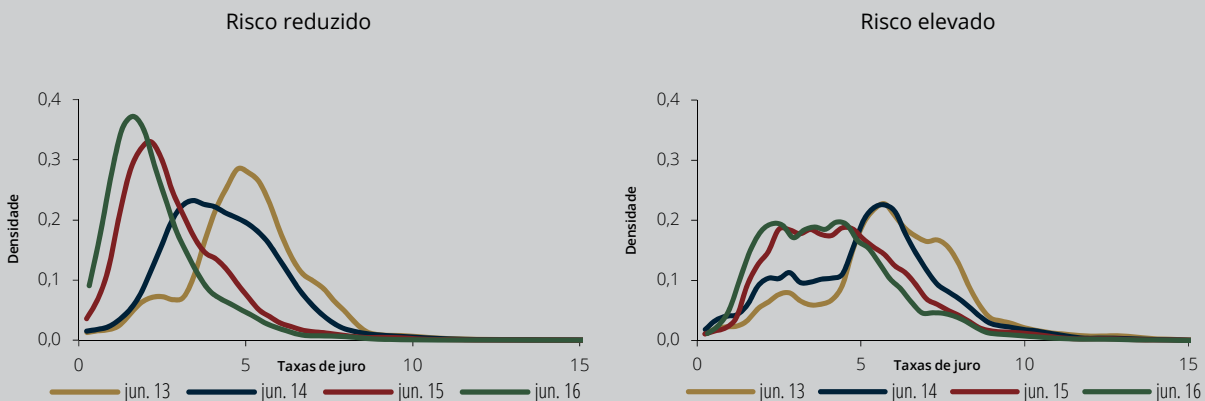
a deslocar-se para a esquerda ao longo do primeiro semestre de 2016. Esta deslocação da distribuição das taxas de juro é visível nos vários perfis de risco de crédito das empresas, embora seja mais evidente no caso das empresas com melhor risco de crédito (Gráfico 3.22). Note-se que a taxa de juro praticada nas empresas com melhor perfil de risco de crédito é significativamente inferior à praticada nas restantes empresas.

Gráfico 3.21 •
Taxas de juro de novos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras – Comparação internacional



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.22 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos a empresas privadas por perfil de risco de crédito



Fonte: Banco de Portugal.

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

Caixa 3.1 | Evolução recente dos preços da habitação em Portugal à luz dos seus fundamentos macroeconómicos

Depois de caírem consecutivamente entre 2010 e 2013, os preços da habitação em Portugal registaram taxas de crescimento anuais robustas nos anos mais recentes, atingindo 4,3 e 3,1 por cento em 2014 e 2015, respetivamente (Gráfico 1). Dado o papel central das dinâmicas dos preços da habitação nos desenvolvimentos macroeconómicos e financeiros, esta caixa visa avaliar a relação entre a evolução dos preços da habitação em Portugal e um conjunto de fundamentos macroeconómicos.

Preços da habitação e fundamentos macroeconómicos

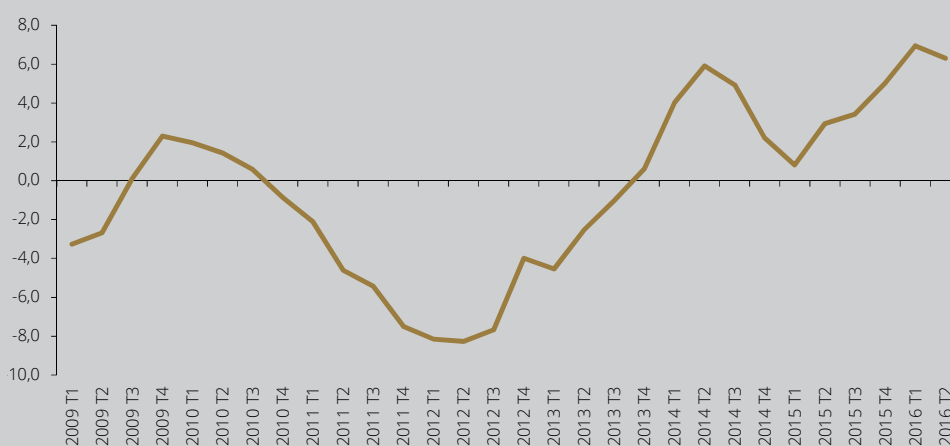
A análise centra-se na avaliação dos determinantes dos preços da habitação com base num modelo corretor do erro uni-equacional. Para tal, são consideradas forças do lado da oferta e da procura centrais para a determinação dos preços da habitação em equilíbrio e suas dinâmicas, seguindo uma metodologia recentemente utilizada para a área do euro¹⁷.

A fim de determinar uma relação de longo prazo entre o índice de preços da habitação real (**hpi**)¹⁸ e um conjunto de fundamentos macroeconómicos estimou-se uma regressão usando o método dos mínimos quadrados ordinários, incluindo o rendimento disponível real (**y**), a taxa de desemprego (**ur**) e a formação bruta de capital fixo residencial real (**rgfcf**)¹⁹. As duas primeiras variáveis refletem essencialmente elementos do lado da procura. O investimento em habitação reflete elementos do lado da oferta e visa captar o padrão cíclico em que esta variável responde à dinâmica dos preços da habitação²⁰. O modelo foi estimado compreendendo o período desde o primeiro trimestre de 1988 até ao segundo trimestre de 2016²¹.

A equação de longo prazo estimada usando dados de frequência trimestral apresenta-se a seguir:

$$\ln \widehat{hpi}_t = 2,878 + 0,093 \ln y_t + 0,144 \ln rgfcf_t - 0,026 ur_t \quad (1)$$

Gráfico 1 • Índice de preços da habitação | Taxas de variação homólogas, em percentagem



Fonte: INE.

onde $\ln(\cdot)$ designa o logaritmo natural da respetiva variável e o subíndice t indica o período. Testes formais sugerem a existência de uma relação de cointegração entre os preços da habitação e este conjunto de fundamentos macroeconómicos.

O gráfico 2 apresenta os valores ajustados / observados e resíduos para a equação estimada.

A análise gráfica dos desvios do equilíbrio de longo prazo sugere que entre 2007 e o início de 2009 poderá ter havido uma subvalorização dos preços da habitação. Nos anos mais recentes, os preços da habitação têm estado razoavelmente alinhados com os fundamentos macroeconómicos subjacentes que conduzem o equilíbrio de longo prazo.

O modelo corretor do erro geral

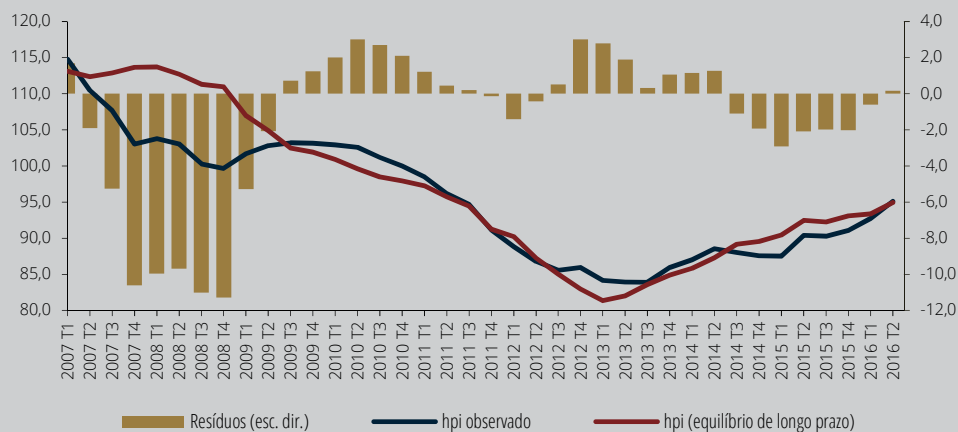
A fim de perceber as forças condutoras da dinâmica dos preços da habitação foi estimado um modelo corretor do erro geral, onde os resíduos desfasados de um período do modelo de longo prazo – equação (1) – entram como termo corretor do erro ($\ln hpi_{t-1} - \widehat{\ln hpi}_{t-1}$). O modelo corretor do erro é descrito como se segue:

$$\Delta \widehat{\ln hpi}_t = -0,003 + 0,358 \Delta \ln hpi_{t-1} + 0,256 \Delta \ln y_t + 0,202 \Delta \ln y_{t-1} - 0,006 \Delta ur_t - 0,079 (\ln hpi_{t-1} - \widehat{\ln hpi}_{t-1}) \quad (2)$$

onde $\Delta(\cdot)$ designa a primeira diferença da respetiva variável. Todos os coeficientes de regressão são estatisticamente significativos a um nível de significância de 10 por cento²². O coeficiente de reversão para a média (-0.079) é altamente significativo.

O gráfico 3 ilustra o contributo em pontos percentuais de cada variável macroeconómica para o crescimento homólogo dos preços da habitação, considerando a equação (2), seguindo a metodologia de decomposição apresentada na caixa “Evolução das exportações nominais de bens ponderadas pelo conteúdo não importado”, *Boletim Económico*, abril de 2014.

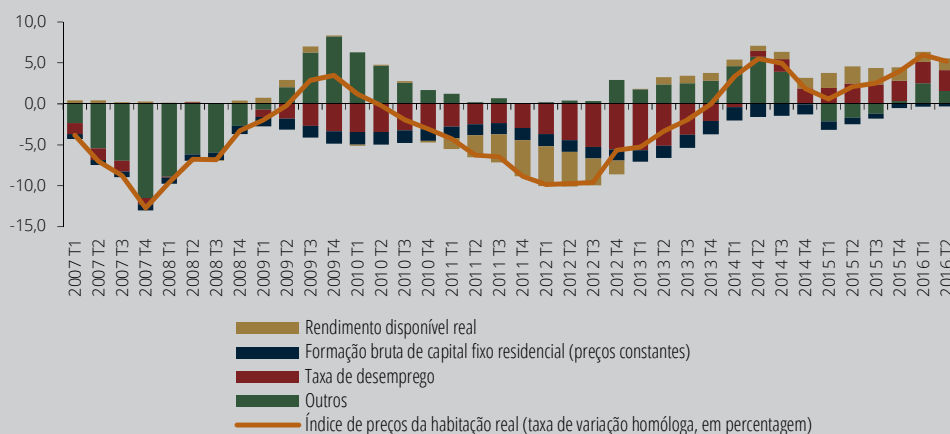
Gráfico 2 • Modelo Corretor do Erro para Portugal – desvios do equilíbrio de longo prazo | Índice (2010=100)



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Globalmente, a taxa de desemprego explica a maior fração da dinâmica dos preços reais da habitação ao longo do horizonte. O rendimento disponível real tem um contributo menos expressivo para a dinâmica dos preços da habitação. Relativamente à formação bruta de capital fixo residencial, esta tem contribuído negativamente para o crescimento dos preços durante o período em análise. Por fim, a variação dos preços da habitação que não é explicada pela equação (denominada "Outros" no gráfico 3) é considerável em vários períodos, em particular em 2007-10 e 2013-14. Centrando a análise nos últimos dois anos, o crescimento dos preços da habitação tem sido associado a uma queda forte do desemprego e ao crescimento do rendimento disponível real, ao passo que a evolução na formação bruta de capital fixo residencial tem contribuído para atenuar a dinâmica dos preços da habitação.

Gráfico 3 • Contributos para o crescimento homólogo dos preços da habitação
| Em pontos percentuais



Caixa 3.2 | Reembolsos antecipados no crédito à habitação em 2015

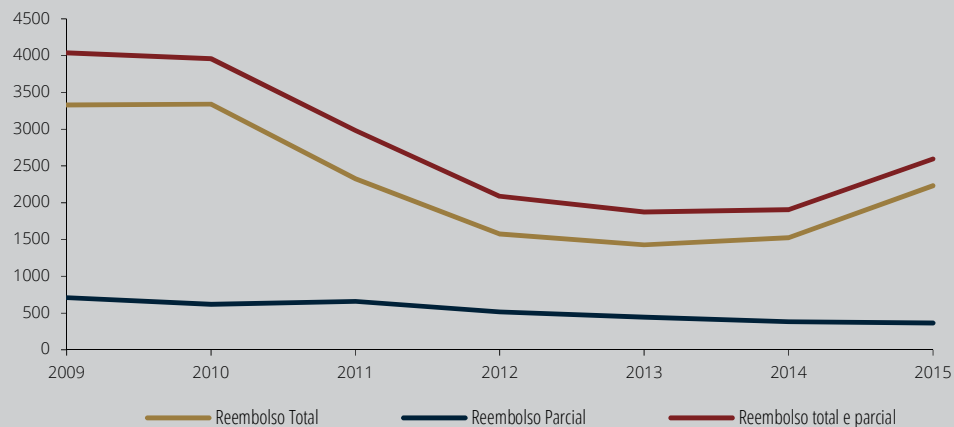
O valor dos reembolsos antecipados de empréstimos à habitação²³ registou em 2015 um aumento substancial, atingindo um valor de cerca de 2,6 mil milhões de euros e representando aproximadamente 2,5 por cento do saldo em dívida no final do ano anterior (Gráfico 1). Esta evolução deveu-se aos casos em que ocorreu um reembolso total do empréstimo (que já tinham registado uma ligeira recuperação em 2014, invertendo a tendência de diminuição verificada entre 2010 e 2013). Os reembolsos antecipados parciais, com um valor bastante mais baixo, mantiveram a tendência descendente.

A decomposição dos reembolsos antecipados realizados em 2015 por ano de início do contrato indica que a percentagem de crédito reembolsado é maior no caso dos contratos celebrados em 2012, representando cerca de 6 por cento do valor dos empréstimos iniciados nesse ano e que estavam vivos no final de 2014 (Gráfico 2). Esta percentagem é aproximadamente 2 por cento, em média, para os empréstimos contratados entre 2000 e 2010.

No atual contexto de taxas de juro muito baixas, uma parte importante dos reembolsos antecipados poderá estar relacionada com o facto de algumas famílias endividadas desejarem aproveitar a oportunidade atual para amortizar dívidas cujos *spreads* são relativamente elevados. Comparando a distribuição dos *spreads* de todos os contratos vivos no final de 2014 com as distribuições dos *spreads* dos contratos com reembolsos antecipados em 2015, observa-se que nestes últimos a aba direita da distribuição tem um peso maior (Gráfico 3).

Adicionalmente, no gráfico 4 comparam-se os *spreads* médios dos contratos que registaram reembolsos em 2015 com os *spreads* médios dos contratos com saldo em dívida no final de 2014, desagregados por ano de início do contrato. Esta comparação sugere que a maior parte dos reembolsos se refere a empréstimos iniciados após 2011, quando os *spreads* nos empréstimos à habitação passaram a ser particularmente elevados e num contexto de contração da oferta de crédito neste segmento.

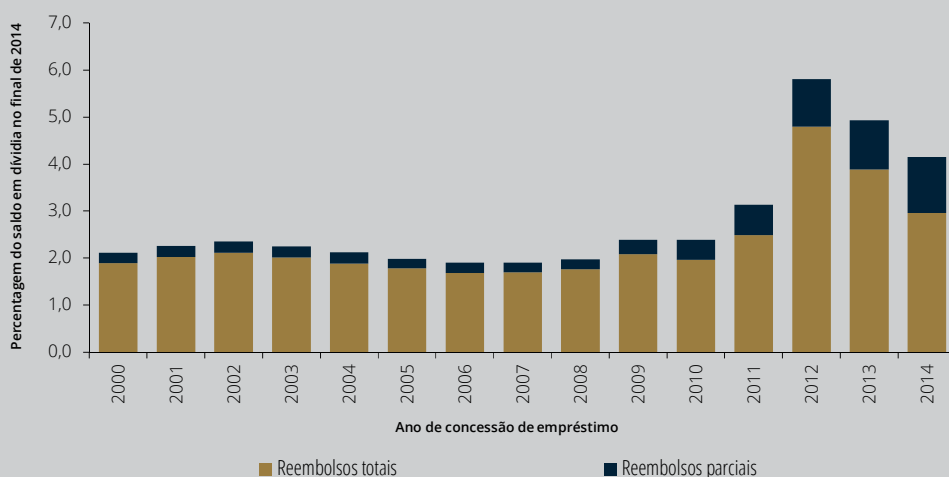
Gráfico 1 • Evolução dos montantes de reembolsos antecipados no crédito à habitação | Em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

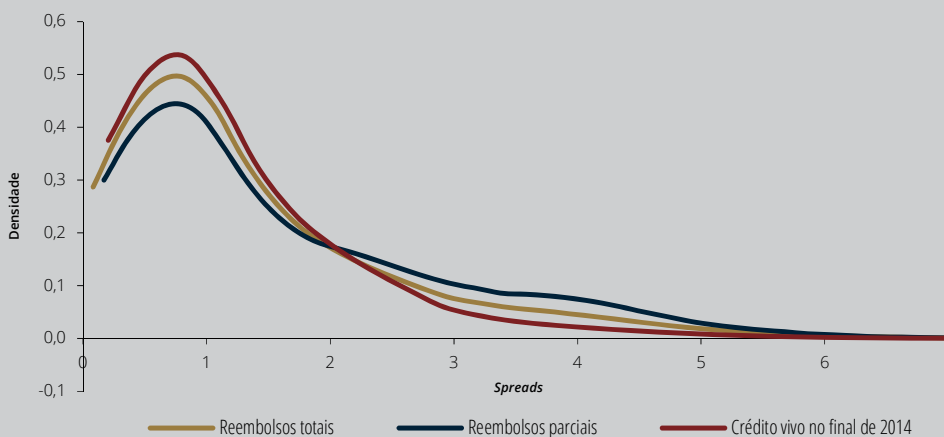
Finalmente, a informação reportada pelos bancos sobre os motivos dos reembolsos antecipados indica que, em 2015, cerca de 4 por cento do montante reembolsado foi motivado pela transferência dos créditos para outros bancos, sendo esse valor o mais elevado desde 2012 (2 por cento em 2014; 1 por cento em 2013; 7 por cento em 2012; 11 por cento em 2011)²⁴. A consolidação de créditos bancários surge como um motivo menos relevante (sem expressão em 2011 e em 2015; 2 por cento em 2012; 3 por cento em 2013; 1 por cento em 2014). Na interpretação destes resultados deve ter-se em conta que na maior parte dos casos o motivo para o reembolso não é especificado.

Gráfico 2 • Valor dos reembolsos antecipados em 2015 em percentagem do crédito vivo no final de 2014, por ano de concessão do empréstimo



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3 • Distribuição dos *spreads* dos contratos de crédito à habitação vivos no final de 2014 e dos contratos com reembolsos em 2015

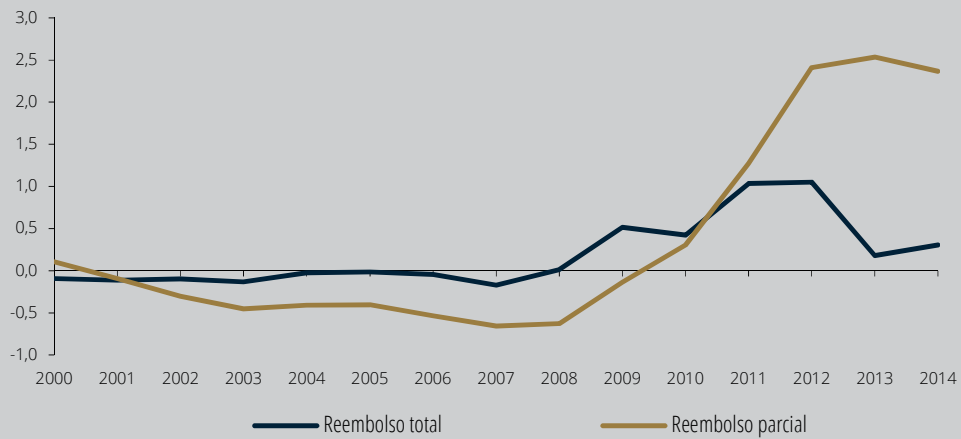


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: *Spreads* dos contratos vivos no final de 2014 ponderados pelos valores residuais do crédito e *spreads* dos contratos reembolsados em 2015 ponderados pelos valores dos reembolsos.

Em suma, em 2015 os reembolsos antecipados foram particularmente relevantes para os contratos celebrados após 2011 e envolveram, em média, empréstimos com *spreads* mais elevados do que o *spread* médio verificado nos contratos vivos com o mesmo ano de contratualização. Para esses contratos, destaca-se o objetivo de transferência de créditos para outro banco, sugerindo que os particulares efetuaram transferências de créditos concedidos após 2011 e com *spreads* relativamente elevados para outros bancos, onde poderão ter obtido condições de financiamento mais vantajosas. Esta evolução poderá ser resultado de algum aumento da concorrência entre bancos no mercado de crédito à habitação.

Gráfico 4 • Diferença entre os *spreads* médios dos contratos reembolsados em 2015 e os *spreads* médios dos contratos de empréstimo à habitação vivos no final de 2014, por ano de concessão do empréstimo | Em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

4. Política e situação orçamental

No primeiro semestre de 2016, o défice orçamental apresentou uma redução considerável face ao observado em 2015

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo INE, o défice das administrações públicas situou-se em 2,8 por cento do PIB no primeiro semestre de 2016, o que compara com 4,6 por cento no período homólogo (Gráfico 4.1). Note-se que esta melhoria é um pouco menos pronunciada quando se exclui o efeito base associado a operações extraordinárias registadas na primeira metade de 2015, que agravaram o défice semestral em 0,3 por cento do PIB²⁵.

No âmbito da notificação do procedimento dos défices excessivos de setembro de 2016, o Ministério das Finanças manteve em 2,2 por cento do PIB a estimativa para o défice das administrações públicas no conjunto deste ano²⁶. De notar que, no início de agosto, o Conselho da União Europeia adotou a recomendação da Comissão Europeia relativa à redução do défice orçamental em Portugal para 2,5 por cento do PIB em 2016, excluindo eventuais apoios ao sistema financeiro, no âmbito do procedimento dos défices

excessivos a que Portugal se encontra sujeito (Caixa “O braço corretivo do Pacto de Estabilidade e Crescimento e a sua aplicação a Portugal”).

Tendo em consideração o perfil sazonal dos défices semestrais no período recente, tal como ilustrado no gráfico 4.1, o objetivo anual estabelecido pelo Conselho para o défice de 2016 parece exequível. Contudo, deve sublinhar-se que a execução no segundo semestre não está isenta de riscos, sendo afetada por diversos fatores, como a entrada em vigor tardia do orçamento e o impacto de medidas de política orçamental.

No primeiro semestre, o crescimento da receita total ficou aquém do projetado para o conjunto do ano

A receita total no primeiro semestre de 2016 registou um crescimento homólogo de 1,7 por cento, significativamente inferior ao projetado para o ano (3,3 por cento), mesmo ajustado do impacto pontual da devolução de parte das *pre-paid margins* pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira (Quadro 4.1).

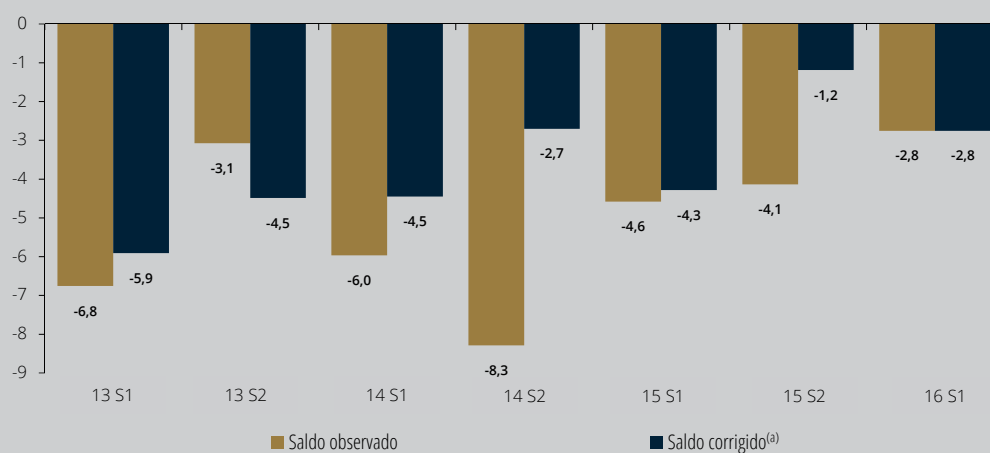


Gráfico 4.1 • Saldo orçamental semestral das administrações públicas | Em percentagem do PIB

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) O saldo corrigido exclui os seguintes fatores pontuais: em 2013, aumento de capital no Banif e efeito do perdão fiscal; em 2014, registo do *stock* de dívida das empresas STCP e Carris, registo de perdas do BPN Crédito, aumento de capital no banco Efisa e no Novo Banco; em 2015, aumento de capital no banco Efisa e nas empresas Carris e STCP, conversão em aumento de capital de suprimentos atribuídos pela *Wolfpart* à Caixa Imobiliário e as operações realizadas no âmbito da resolução do Banif.

Quadro 4.1 • Contas das administrações públicas: execução no primeiro semestre
| Em milhões de euros

	Primeiro semestre 2015	Primeiro semestre 2016	t.v.h. (%)	Por memória: previsão oficial ^(a)	
				2016	t.v.h. (%)
Receitas totais	36 770	37 393	1,7	81 606	3,3
Receita corrente	36 075	36 887	2,3	79 978	3,2
Receita fiscal e contributiva	30 629	31 673	3,4	68 222	2,9
Impostos sobre o rendimento e património	8145	7896	-3,1	19 202	-1,2
Impostos sobre a produção e a importação	12 339	13 281	7,6	27 758	6,3
Contribuições sociais	10 145	10 497	3,5	21 262	2,3
Outras receitas correntes	5445	5213	-4,3	11 756	5,3
Receitas de capital	696	506	-27,2	1628	6,6
Despesas totais	40 822	39 902	-2,3	85 790	-1,2
Despesa corrente	38 484	38 423	-0,2	81 278	2,8
Prestações sociais	16 294	16 467	1,1	34 645	0,0
Despesas com pessoal	10 464	10 680	2,1	20 309	0,2
Consumo intermédio	4783	4941	3,3	11 525	11,6
Subsídios	446	396	-11,2	1132	1,9
Juros	4047	3809	-5,9	8489	3,6
Outra despesa corrente	2450	2131	-13,0	5178	13,7
Despesas de capital	2338	1479	-36,7	4512	-41,6
Formação bruta de capital fixo	1662	1219	-26,6	3677	-10,0
Outras despesas de capital	676	260	-61,6	835	-77,1
Saldo total	-4052	-2510		-4183	
<i>Por memória:</i>					
Despesa corrente primária	34 437	34 614	0,5	72 788	2,7
Saldo total	-4,6	-2,8		-2,2	

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

Nota: (a) Estimativa oficial subjacente ao Orçamento de Estado de 2016.

Este resultado decorre da queda expressiva da receita não fiscal e não contributiva, em contraste com a evolução positiva esperada para o conjunto do ano. A evolução deste agregado foi afetada pela queda registada nos juros e dividendos recebidos pelas administrações públicas, tal como pela execução relativa a fundos comunitários. No que diz respeito à receita fiscal e contributiva registou-se até meio do ano um crescimento de 3,4 por cento, impulsionado pela evolução positiva da receita dos impostos sobre a produção e a importação (7,6 por cento) e das contribuições sociais (3,5 por cento). A evolução do conjunto da receita fiscal e contributiva evidenciou, no primeiro semestre de 2016, uma dinâmica globalmente consistente com o crescimento previsto para o ano (2,9 por cento), apesar da desaceleração da atividade económica. A evolução da receita dos impostos sobre a produção e a importação

beneficiou em larga medida do crescimento da receita líquida do IVA, do ISP e do imposto sobre o tabaco. A previsão para a receita do IVA na segunda metade do ano reveste-se de uma particular incerteza, o que resulta, entre outros fatores, da entrada em vigor, em julho deste ano, da redução da taxa de IVA aplicável ao setor da restauração. Em contrapartida, a coleta de impostos sobre o rendimento e o património registou neste período uma diminuição homóloga de 3,1 por cento, em resultado de quedas na cobrança dos impostos sobre o rendimento das famílias e das empresas, ficando aquém do orçamentado para o conjunto do ano (-1,2 por cento). Note-se que a evolução da receita do imposto sobre o rendimento das famílias no segundo semestre estará condicionada pelo aumento significativo de reembolsos, resultante das alterações à tributação em sede de IRS introduzidas em 2015.

A despesa total registou, no primeiro semestre, uma queda mais acentuada do que a estimativa anual

No que se refere à despesa total, verificou-se no primeiro semestre uma queda mais acentuada do que o esperado para o conjunto do ano (-2,3 por cento no semestre, o que compara com uma estimativa de -1,2 por cento para o ano). A despesa corrente primária cresceu 0,5 por cento no primeiro semestre, 2,1 p.p. abaixo do aumento estimado para o ano. Este resultado decorre, em larga medida, do crescimento aquém da estimativa inicial quer do consumo intermédio (3,3 por cento no semestre, face a um aumento esperado de 11,6 por cento no ano), quer da outra despesa corrente (-13 por cento no semestre, o que compara com uma estimativa de 13,7 por cento para o ano). Por seu turno, a quase estabilização prevista para o conjunto do ano das despesas com pessoal e prestações sociais não se verificou na primeira metade do ano, sendo que estes agregados apresentaram aumentos de 2,1 por cento e 1,1 por cento, respetivamente. Importa salientar que existem pressões ascendentes na despesa com vencimentos na segunda metade do ano, em resultado da reposição faseada dos salários da função pública e do possível aumento de admissões dada a entrada em vigor de um horário de trabalho de 35 horas semanais nas administrações públicas.

Quanto à despesa de capital, mesmo corrigindo os impactos pontuais acima mencionados, verificou-se uma queda significativa, que contrasta com a estimativa anual, decorrente em larga medida da evolução do investimento público. Com efeito, é relevante salientar que a evolução desta rubrica no segundo semestre se reveste de particular incerteza, em resultado da entrada tardia em vigor do orçamento para este ano, bem como do perfil da despesa associada a projetos de investimento cofinanciados por fundos comunitários.

A execução orçamental no conjunto do ano tem associado um elevado grau de incerteza

A revisão em alta do objetivo estabelecido pelo Conselho para o défice em 2016 facilita a acomodação de algumas das pressões orçamentais identificadas anteriormente. Ainda assim, permanece uma elevada incerteza quanto ao comportamento da receita fiscal líquida de reembolsos, em particular por via do impacto das medidas adotadas e dos desenvolvimentos macroeconómicos, bem como da despesa pública. O cumprimento do objetivo para o défice (observado e estrutural) recomendado pelo Conselho afigura-se possível, sendo de sublinhar, contudo, que a execução orçamental no segundo semestre continua a ser muito exigente e sujeita a fatores de risco não negligenciáveis. Finalmente, é de referir que a materialização de um défice de 2,5 por cento do PIB em 2016 é compatível com a sua estabilização em termos estruturais. No entanto, a convergência para o objetivo de médio prazo, correspondente atualmente a um saldo estrutural de 0,25 por cento do PIB (Caixa "A atualização dos objetivos de médio prazo mínimos para o período 2017-2019: o caso português"), requer a adoção de uma estratégia de consolidação orçamental a partir de 2017.

O rácio da dívida registou no final de junho um valor claramente acima do observado no final de 2015

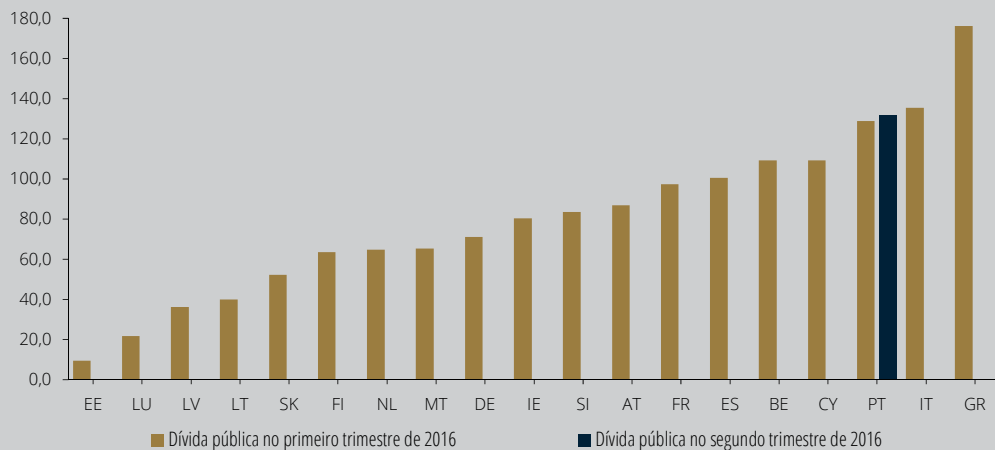
No final do primeiro semestre de 2016, a dívida pública em rácio do PIB situou-se em 131,7 por cento (121,8 por cento do PIB, excluindo depósitos da administração central), depois de atingir 129 por cento no final de 2015 (121,6 por cento do PIB, excluindo depósitos da administração central). Este nível de endividamento permanece um dos mais elevados da área do euro (Gráfico 4.2). Para o aumento do rácio da dívida pública contribuiu, em larga medida,

a acumulação de depósitos da administração central (em 2,6 por cento do PIB), em resultado da estratégia de financiamento do IGCP que visa cobrir preventivamente as necessidades de financiamento e, em menor medida, o efeito da despesa com juros. Em sentido contrário, o contributo mais importante resultou do impacto crescimento nominal do PIB, por via do efeito denominador, que foi ainda reforçado pelo excedente primário observado.

Ao longo do primeiro semestre de 2016, o Estado português teve uma presença regular nos mercados de dívida soberana, tendo sido realizadas emissões com diferentes prazos. No que respeita às emissões de curto prazo, a taxa de juro média dos leilões de Bilhetes do Tesouro a um ano foi semelhante ao observado em 2015, mantendo-se inferior a 0,1 por cento no primeiro semestre. Relativamente à evolução das taxas de colocação a longo prazo, refira-se que, na maturidade de 10 anos, a taxa média dos leilões foi de 3,1 por cento, mais 0,8 p.p. que em 2015. A taxa de juro implícita da dívida pública continuou a diminuir refletindo as melhores condições de refinanciamento face às taxas subjacentes à dívida que se vence. Para este perfil contribuíram também as amortizações antecipadas ao FMI realizadas em 2015 e no primeiro semestre de 2016.

No que se refere ao objetivo anual para a dívida pública, a estimativa para 2016 divulgada no contexto da notificação do procedimento dos défices excessivos aponta para uma redução do seu peso no PIB para 124,8 por cento no final do ano, tendo sido mantida a previsão apresentada na atualização do Programa de Estabilidade. Em geral, a projeção para o nível da dívida pública afigura-se particularmente exigente por depender, entre outras, de hipóteses relativas às transações em ativos financeiros, ao impacto de flutuações cambiais e outros efeitos de valorização, e à diferença entre valores em especialização do exercício e em caixa. No que respeita às transações em ativos financeiros, são de destacar as decisões relativas ao nível de depósitos das administrações públicas, este ano relacionadas também com a eventual receita proveniente da alienação de ativos financeiros, bem como com possíveis pagamentos antecipados ao FMI. Importa ainda referir que o FMI, no seu último relatório de avaliação ao abrigo do artigo IV, relativiza o benefício da amortização antecipada dos empréstimos, salientando a importância da manutenção de um nível adequado de depósitos para fazer face a eventuais desenvolvimentos negativos nas condições de mercado.

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



Fonte: Eurostat.

Caixa 4.1 | O braço corretivo do pacto de estabilidade e crescimento e a sua aplicação a Portugal

O Pacto de Estabilidade e Crescimento da União Europeia visa salvaguardar a solidez das finanças públicas, estabelecendo os mecanismos para reforço da supervisão das situações orçamentais e da coordenação das políticas económicas dos diferentes Estados-Membros (braço preventivo) e para assegurar que os Estados-Membros adotam as políticas adequadas no âmbito da implementação do procedimento dos défices excessivos – PDE (braço corretivo). Esta caixa procura expor de modo sucinto as regras do braço corretivo e a sua aplicação a Portugal, com particular ênfase no passado recente²⁷.

O PDE, regido pelo artigo 126.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, é desencadeado quando um Estado-Membro regista um défice das administrações públicas, em Contas Nacionais, que excede o limiar de 3 por cento do PIB ou um rácio da dívida pública, definida de acordo com o conceito de *Maastricht*, que ultrapasse 60 por cento do PIB e não se encontre numa trajetória de redução a um ritmo satisfatório.

O primeiro passo do PDE consiste na decisão do Conselho da União Europeia sobre a existência de um défice excessivo num determinado Estado-Membro, com base numa proposta da Comissão Europeia²⁸. Nesta situação é emitida uma recomendação ao Estado-Membro em causa com um prazo para corrigir o desvio (Figura 1). Adicionalmente, são estabelecidos objetivos anuais para o saldo orçamental observado e o correspondente saldo estrutural²⁹ considerando as previsões económicas da Comissão.

Após a decisão do Conselho, cabe ao Estado-Membro mostrar que tomou ação efetiva dentro do prazo, habitualmente de 6 meses, definido na recomendação. Com base no relatório do Estado-Membro, a Comissão procede a esta avaliação. Caso o Estado-Membro tenha cumprido as recomendações e atingido as metas orçamentais, então o procedimento fica suspenso mas sujeito a uma monitorização contínua que pode resultar na reativação do procedimento caso se identifique algum risco de incumprimento. Na eventualidade de cumprimento das recomendações, mas sem resultados em termos dos objetivos orçamentais, devido nomeadamente a condições económicas adversas, pode proceder-se a uma extensão do prazo de correção³⁰. Caso o Estado-Membro não tome a devida ação efetiva, o Conselho deverá decidir que o país avança para a etapa seguinte do PDE. Num prazo de 20 dias após a decisão do Conselho, a Comissão recomenda novamente objetivos orçamentais anuais, um prazo para a correção do desvio e a magnitude das sanções a serem impostas. Posteriormente, repete-se o processo de avaliação de tomada de ação efetiva, sendo que agora a regularidade dos relatórios apresentados pelo Estado-Membro aumenta para cada 3 meses. Note-se que à medida que se avança nas etapas do PDE a monitorização é mais apertada e as sanções são intensificadas, uma vez que o Estado-Membro não cumpriu reiteradamente as recomendações.

Nas diferentes etapas do PDE, aquando de uma decisão de impor uma sanção (depósito não remunerado ou multa), o Estado-Membro pode, num prazo de 10 dias a contar da adoção da decisão, apresentar um pedido fundamentado para o cancelamento da mesma ou a diminuição do montante em causa (Regulamento 1173/2011). A Comissão pode também recomendar a redução do montante ou a anulação de uma sanção com base em circunstâncias económicas excecionais.

O PDE é encerrado quando o défice excessivo é corrigido de forma duradoura, ou seja, quando o défice observado do último ano se encontra abaixo do limiar de 3 por cento do PIB e os défices

no horizonte de previsão são também inferiores ao valor de referência, considerando um cenário de políticas invariantes que habitualmente se encontra subjacente às previsões económicas da Comissão³¹. O encerramento do PDE requer uma decisão do Conselho, sob recomendação da Comissão.

Em 2002, Portugal foi o primeiro Estado-Membro a ser sujeito a um PDE desde a entrada em vigor do Pacto de Estabilidade e Crescimento. A recomendação emitida na altura estabelecia 2003 como o ano limite para a correção da situação de défice excessivo. Em 2002 e 2003 os défices notificados situaram-se abaixo do valor de referência de 3 por cento do PIB, tendo permitido o encerramento do PDE em maio de 2004.

Portugal foi sujeito pela segunda vez a um PDE em 2005, tendo recebido a recomendação de corrigir a situação do défice excessivo até 2008 de forma credível e sustentável. Em 2006, a Comissão considerou que as recomendações estavam a ser cumpridas e em 2008 o procedimento foi encerrado com sucesso, um ano antes do limite estabelecido. Atualmente, Portugal encontra-se sujeito a outro PDE que se iniciou em dezembro de 2009. O prazo limite para a correção do défice excessivo foi inicialmente definido para 2013. Em 2012 e 2013, a Comissão e o Conselho consideraram que Portugal tinha tomado ação efetiva, pese embora os objetivos orçamentais não tenham sido atingidos. Nesse sentido, de acordo com as regras estipuladas, o prazo para a correção da situação de défice excessivo foi prolongado em cada uma das apreciações (para 2014 inicialmente e posteriormente para 2015), tendo esta decisão sido justificada pela existência de condições económicas adversas com consequências desfavoráveis para as contas públicas.

Para corrigir de forma sustentável o défice excessivo até 2015, o Conselho recomendou a Portugal que atingisse um saldo orçamental de 5,5 por cento do PIB em 2013, 4 por cento em 2014 e 2,5 por cento em 2015. Esta evolução seria consistente com uma consolidação, medida através da variação do saldo estrutural, de 0,6 por cento em 2013, 1,4 e 0,5 por cento em 2014 e 2015, respetivamente.

Portugal registou um défice de 4,4 por cento do PIB em 2015, 1,4 p.p. acima do valor de referência. A 12 de julho de 2016, o Conselho adotou a recomendação da Comissão que determinou que Portugal não tomou ação efetiva de forma a corrigir o défice excessivo em 2015. O ajustamento estrutural durante o período em análise (2013-2015) foi de 1,2 por cento do PIB, significativamente abaixo da recomendação de 2,5 por cento do PIB.

No âmbito dos mecanismos do PDE e após um pedido fundamentado de Portugal a solicitar o cancelamento de eventuais sanções, o Conselho decidiu a 5 de agosto, sob proposta da Comissão, não aplicar nenhuma multa a Portugal, apesar da falta de ação efetiva.

Na recente recomendação, o Conselho decidiu também adiar o prazo de correção do défice excessivo para 2016. A natureza desta extensão é, no entanto, diferente das anteriores, na medida em que desta vez Portugal transitou para a etapa seguinte do PDE, encontrando-se agora ao abrigo do Artigo 126(9). Adicionalmente, foi recomendado a Portugal a redução do défice para 2,5 por cento do PIB em 2016, o que é consistente com uma estabilização do saldo estrutural e exige, de acordo com os cálculos da Comissão, a adoção de novas medidas com uma magnitude de 0,25 por cento do PIB. Relativamente à suspensão dos fundos comunitários, a decisão foi adiada para depois de um diálogo estruturado com o Parlamento Europeu. Por último, é de destacar que Portugal deverá apresentar um relatório até 15 de outubro onde deverão ser identificadas as ações adotadas de forma a cumprir as recomendações emitidas.

Figura 1 • Etapas do Procedimento dos Défices Excessivos para Estados-Membros da área do euro

Relatório da Comissão avalia a possibilidade de dar início a um PDE – Artigo 126(3)
 Comité Económico e Financeiro formulam um parecer – Artigo 126(4)
 Comissão envia um parecer ao Estado-Membro – Artigo 126(5)
Comissão identifica violação das regras e informa o Conselho – Artigo 126(6)



Conselho, sob proposta da Comissão, **decide se dá início ao PDE e recomenda** ao Estado-Membro – Artigo 126(7):

- Um prazo para a correção da situação de défice excessivo
- Objetivos para o saldo orçamental observado e estrutural
- Uma quantificação das medidas adicionais necessárias

É possível definir sanções neste passo (depósito não remunerado: 0,2 % PIB), se o país já estiver sob sanções no âmbito do braço preventivo ou se o desvio for considerado muito grave



O Estado-Membro envia um relatório, conforme prazo definido (geralmente 6 meses), a especificar as medidas e ações adotadas

A Comissão avalia se o Estado-Membro tomou ação efetiva e informa o Conselho



O Estado-Membro **não tomou ação efetiva** – Artigo 126(8):

- Comissão recomenda uma sanção (multa de 0,2 % PIB, que pode ser reduzida ou anulada) e suspensão parcial ou total de Fundos Estruturais e de Investimento
- Conselho decide, sob proposta da Comissão, e estabelece um novo prazo para corrigir o défice excessivo com objetivos orçamentais anuais e uma proposta de medidas – Artigo 126(9)



O Estado-Membro envia um relatório, conforme prazo definido (geralmente 3 meses), a especificar as medidas e ações adotadas

A Comissão avalia se o Estado-Membro tomou ação efetiva e informa o Conselho



Se o Estado-Membro **não tomar ação efetiva** repetidamente – Artigo 126(11):

- Agravamento das sanções (multa de 0,2 % PIB + componente anual variável)
- Agravamento da suspensão parcial dos Fundos Estruturais e de Investimento

Correção do défice excessivo:

- **Encerramento do PDE** (Conselho decide, sob proposta da Comissão)

Caixa 4.2 | A atualização dos objetivos de médio prazo mínimos para o período 2017-2019: o caso português

Em 2005, no âmbito da revisão do Pacto de Estabilidade e Crescimento, foi introduzida a definição de um objetivo de médio prazo (OMP) para cada Estado-Membro, definido em termos do saldo estrutural³². Este objetivo orçamental destina-se a garantir que os Estados-Membros mantêm políticas orçamentais adequadas ao longo do ciclo económico, de forma a assegurar a sustentabilidade das finanças públicas.

Os OMP mínimos são calculados pela Comissão Europeia e representam o limite inferior para os OMP nacionais a serem incluídos nos Programas de Estabilidade / Convergência. Estes objetivos são atualizados regularmente de três em três anos, por forma a incorporar as projeções de longo prazo publicadas no *Ageing Report*, e excepcionalmente caso o Estado-Membro tenha implementado uma reforma estrutural com impacto significativo nas suas finanças públicas. Na definição das OMP mínimos procura-se assegurar: i) uma margem de segurança relativamente ao limite de 3 por cento do PIB para o défice; ii) a sustentabilidade das finanças públicas ou garantir uma trajetória rápida na convergência do rácio da dívida para valores sustentáveis; e iii) tendo em conta os dois pontos anteriores, permitir a existência de margem de manobra orçamental, considerando em particular as necessidades de investimento público.

Com base nesta definição, os OMP mínimos são determinados considerando o valor mais exigente de três indicadores:

- O valor mínimo que assegura um défice abaixo do limite de 3 por cento do PIB ao longo de todo o ciclo económico. Este é calculado corrigindo o défice de 3 por cento do PIB do efeito “normal” das flutuações cíclicas, com base em dados históricos de um período de 25 anos.
- O valor mínimo que garante a sustentabilidade das finanças públicas tendo em conta o somatório de três fatores: a) o saldo orçamental que estabiliza o rácio da dívida no nível de referência de 60 por cento do PIB³³; b) o ajustamento necessário para cobrir uma fração do aumento futuro da despesa relacionada com o envelhecimento da população³⁴; c) um esforço adicional para os países com rácios da dívida superiores a 60 por cento do PIB que assegure uma convergência mais rápida para o valor de referência³⁵.
- Estados-Membros da área euro ou do mecanismo de taxas de câmbio 2 têm a restrição adicional de definir um OMP de pelo menos -1 por cento do PIB.

De notar adicionalmente que os países que assinaram o Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária (TECG) que contém o *Fiscal Compact* se comprometeram a OMPs de pelo menos -0,5 por cento do PIB, com exceção dos casos em que se observem rácios de dívida significativamente abaixo do limiar de 60 por cento.

A Comissão Europeia procedeu em 2016 à última atualização dos OMP mínimos para o conjunto dos Estados-Membros da União Europeia (com exceção da Grécia). Tal como nas atualizações passadas, os valores dos OMP mínimos agora apurados diferem consideravelmente entre os países, variando entre um mínimo (menos exigente) de -2,25 por cento do PIB e um máximo (mais exigente) de 0,25 por cento do PIB. Dezoito Estados-Membros têm atualmente um OMP mínimo igual ou inferior a -1 por cento do PIB. Portugal está entre o número reduzido de países com um OMP mínimo positivo de 0,25 por cento do PIB, apresentando a maior revisão (1,25 p.p.) face à anterior atualização.

No caso de Portugal, à semelhança do resultado obtido em 2012, o indicador determinante no cálculo do OMP mínimo foi o que visa garantir a sustentabilidade das finanças públicas ou uma

rápida convergência para essa situação (Quadro 1). Conforme referido anteriormente, este indicador engloba três componentes, das quais o esforço adicional requerido pelo facto do nível da dívida pública se situar acima do limiar de 60 por cento do PIB surge como o mais relevante. De notar que a elevada revisão face a 2012 se deve igualmente a esta componente, refletindo o significativo aumento do rácio da dívida pública desde a última atualização dos OMP mínimos. Em menor medida, também os custos orçamentais decorrentes do envelhecimento da população e o abrandamento da atividade económica em termos nominais contribuíram para a revisão em alta do OMP mínimo. Na sequência destes resultados, o OMP nacional para Portugal foi alterado na atualização de abril passado do Programa de Estabilidade, passando de um saldo estrutural de -0,5 por cento do PIB para 0,25 por cento do PIB.

Quadro 1 • Atualização do OMP mínimo para Portugal: em percentagem do PIB

	Atualização de	
	2012	2016
Margem de segurança para défice < 3 %	-1,8	-1,6
Sustentabilidade das finanças públicas	-0,9	0,3
Saldo estabilizador do rácio da dívida em 60 %	-2,1	-1,8
Esforço adicional por rácio da dívida > 60 %	1,3	1,9
Ajustamento devido aos custos do envelhecimento	-0,2	0,2
Requisito mínimo para Estados-Membros da área euro	-1	-1
OMP mínimo	-1	0,25

Fontes: Comissão Europeia e cálculos próprios.

Nota: O OMP mínimo para o saldo estrutural é arredondado para o ¼ de ponto percentual imediatamente abaixo.

5. Oferta

Recuperação moderada da atividade no primeiro semestre de 2016

No primeiro semestre de 2016, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) a preços de base aumentou 0,4 por cento em termos reais face ao período homólogo, após um crescimento de 1,2 por cento registado no ano de 2015. Este aumento consolidou a trajetória de recuperação moderada iniciada no final de 2013, apresentando de modo geral uma evolução consistente com o indicador de sentimento económico (Gráfico 5.1). Não obstante, o nível do VAB encontra-se ainda cerca de 4,0 por cento abaixo do valor registado em 2008.

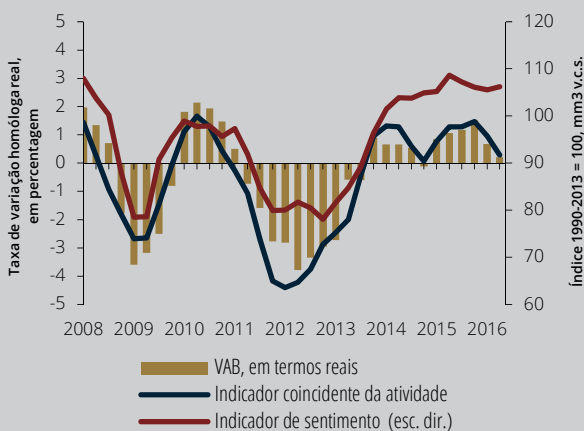
O VAB do setor dos serviços aumentou 0,7 por cento em termos homólogos no primeiro semestre de 2016, após uma subida de 1,1 por cento no ano de 2015. O crescimento neste setor manteve a trajetória de recuperação registada desde o início de 2014, ainda que de forma menos acentuada. Este aumento refletiu essencialmente

o crescimento de 3,0 por cento da atividade nos subsetores de comércio e reparação de veículos e alojamento e restauração (Gráfico 5.2). Estes setores traduzem a conjugação de um crescimento robusto das exportações de turismo com algum dinamismo da procura interna.

Na indústria registou-se uma redução de 0,9 por cento, em termos homólogos, no primeiro semestre de 2016, em contraste com o aumento de 2,0 por cento registado em 2015. Este perfil foi, de modo geral, coerente com a evolução do indicador de confiança na indústria (Gráfico 5.3).

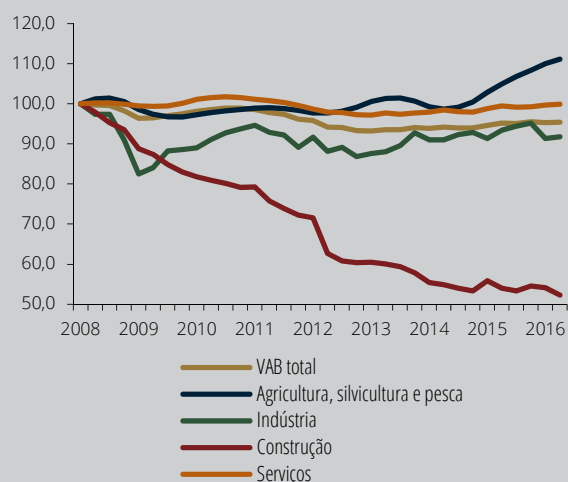
No primeiro semestre de 2016, a atividade no setor da construção registou uma redução de 3,2 por cento, após um crescimento nulo verificado em 2015. Esta evolução deve ser enquadrada na tendência de redução da atividade no setor da construção. Esta tendência refletiu um ajustamento estrutural para um nível de atividade marcadamente inferior, após o elevado investimento em construção, público e privado, realizado em décadas anteriores. Deste modo,

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



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

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



Fonte: INE.

o VAB na construção representava no final do primeiro semestre de 2016 pouco mais de metade do valor registado em 2008.

O VAB do setor da agricultura, silvicultura e pescas evidenciou uma dinâmica particularmente positiva nos últimos anos. No primeiro semestre de 2016, o VAB neste sector aumentou 6,4 por cento, após um crescimento de 6,4 por cento em 2015. Contudo, este setor representa um peso no total do VAB bastante reduzido, de cerca de 2,4 por cento.

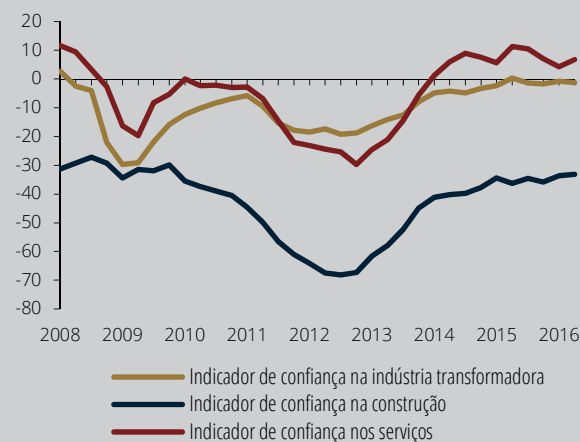
⋮ Tendência de diminuição da população e da população ativa

Na primeira metade de 2016 continuou a observar-se uma redução da população residente e da população ativa, que registaram quedas de 0,3 e 0,7 por cento, respetivamente (Quadro 5.1). Esta evolução mantém a tendência de queda observada desde 2011. No grupo etário com idades dos 25 aos 34 anos, a população residente diminuiu 2,7 por cento, enquanto a população ativa registou uma diminuição de 2,9 por cento. Estas quedas são, ainda assim, menos acentuadas do que aquelas observadas nos últimos anos. Em

termos acumulados desde 2008, verificou-se uma queda muito substancial da população e da população ativa (Gráfico 5.4). Ao longo deste período, a população residente e a população ativa diminuíram em cerca de 243 e 377 mil indivíduos, respetivamente. Esta diminuição da taxa de atividade continua a ser um fator que contribui negativamente para a evolução do VAB *per capita* em Portugal (Caixa "A evolução recente do VAB real *per capita* em Portugal").

Além de fatores relacionados com a demografia interna, esta evolução não pode ser dissociada da dinâmica recente dos fluxos migratórios. De acordo com as estatísticas do INE, a redução da população residente resultou também do saldo migratório negativo que, em 2015, foi da ordem de 1,0 por 1000 habitantes (mais de 10 mil indivíduos). Este saldo assumiu contudo, uma magnitude menos pronunciada do que a verificada nos últimos anos, que alcançou em 2012 valores da ordem dos 38 mil indivíduos. Esta dinâmica refletiu a redução do número de emigrantes permanentes face aos anos anteriores (para cerca de 40 mil indivíduos) e também um aumento do número de imigrantes permanentes (para cerca de 30 mil indivíduos) (Gráfico 5.5)³⁶.

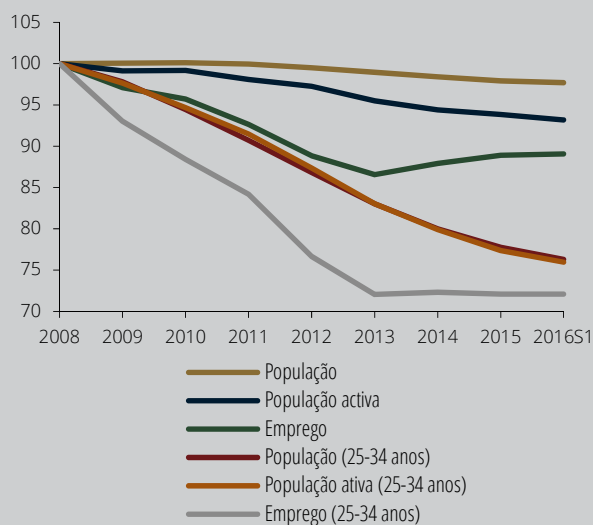
Gráfico 5.3 • Indicadores de confiança | Saldo de respostas extremas (média trimestral)



Fonte: Comissão Europeia.

Nota: Valores corrigidos de sazonalidade.

Gráfico 5.4 • População, população ativa, emprego – Total e grupo etário (25-34 anos) | Índice 2008 = 100



Fonte: Inquérito ao Emprego.

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

	Milhares de indivíduos em 2015	Anos			Semestres		
		2013	2014	2015	S1 2015	S2 2015	S1 2016
População	10 337	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3
População 25-34 anos	1211	-4,4	-3,6	-2,8	-2,9	-2,7	-2,7
População ativa	5486	-1,8	-1,1	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7
População ativa 25-34 anos	1400	-5,0	-3,8	-3,1	-3,2	-3,1	-2,9
Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)		73,0	73,2	73,4	73,3	73,5	73,4
Emprego total	4549	-2,6	1,6	1,1	1,3	0,9	0,6
Emprego por conta de outrem	3711	-2,4	4,4	2,8	3,6	1,9	1,7
Emprego por conta própria	815	-3,3	-8,2	-5,7	-7,7	-3,6	-5,0
Desemprego total	647	2,3	-15,1	-11,0	-12,1	-9,7	-10,0
Taxa de desemprego (em % da população ativa)		16,2	13,9	12,4	12,8	12,1	11,6
Taxa de desemprego 25-34 anos (em % da população ativa)		19,0	15,5	13,1	13,6	12,5	13,4
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total)		62,1	65,5	63,5	64,3	62,7	61,5
Inativos desencorajados (em % da população ativa)		5,2	5,2	5,0	4,8	5,2	4,5

Fonte: INE.

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

Melhoria das condições do mercado de trabalho num contexto de crescimento moderado tanto da atividade económica como dos salários no primeiro semestre de 2016

A evolução do mercado de trabalho no primeiro semestre de 2016 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 moderação salarial. De acordo com os dados disponibilizados pelo Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social (MSESS), na primeira metade de 2016 as remunerações médias declaradas à Segurança Social registaram um crescimento de 1,2 por cento face ao período homólogo, o que se consubstancia numa ligeira aceleração face ao ano anterior, em que se verificou um crescimento de 0,6 por cento. Este maior dinamismo das remunerações declaradas

à Segurança Social estará associado ao aumento do salário mínimo no início do ano, a maiores pressões no mercado de trabalho – decorrentes de uma diminuição significativa do desemprego – e, em menor medida, à reposição dos salários na função pública.

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 no primeiro semestre de 2016 diminuiu 10,0 por cento, em termos homólogos, após a queda de 11,0 por cento registada em 2015 (Quadro 5.1). A taxa de desemprego situou-se em 11,6 por cento no primeiro semestre de 2016, mantendo o movimento de queda iniciado em 2013 (em que se atingiu um máximo de 16,2 por cento) e perto do nível observado em 2010. No primeiro semestre de 2016, a redução do número total de desempregados, em termos homólogos, surge particularmente marcada

no grupo com idades compreendidas entre os 35 e os 44 anos. De referir ainda que a proporção de indivíduos desempregados a receber subsídio de desemprego se situou no primeiro semestre de 2016 em 25,9 por cento, após 28,5 por cento em 2015 (Gráfico 5.6).

Adicionalmente, o número de indivíduos desencorajados, i.e., indivíduos que não procuram ativamente emprego mas que estão disponíveis para trabalhar, representou no primeiro semestre de 2016 cerca de 4,5 por cento da população ativa, sendo ligeiramente abaixo do valor registado em 2015 (na ordem de 5,0 por cento). Ainda assim, estes inativos abrangem um total de cerca de 230 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 12 ou mais meses registou, na primeira metade de 2016, uma queda de 13,9 por cento (queda de 13,7 por cento em 2015). Ainda assim, o peso do desemprego de longa duração no desemprego total mantém-se num nível muito alto (61,5 por cento na primeira metade de 2016 a que corresponde um total próximo de 369 mil indivíduos). Este nível torna-se particularmente relevante uma vez que abrange especialmente os desempregados de muito longa duração, ou seja, à procura de emprego há 24 ou mais meses, que representam cerca de 76 por cento do desemprego de longa duração (Caixa “Uma caracterização do desemprego de muito longa duração em Portugal”). No mesmo sentido, na primeira metade de 2016 o número de indivíduos desempregados à procura de emprego há menos de 12 meses registou uma queda de 3,1 por cento (diminuição de 5,7 por cento em 2015) (Gráfico 5.7). Neste âmbito, importa sublinhar que o peso destes desempregados de curta duração no total da população ativa se situa atualmente em níveis

próximos dos observados nos anos anteriores à crise financeira internacional.

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

De acordo com o Inquérito ao Emprego, o emprego total aumentou 0,6 por cento na primeira metade de 2016, após um aumento de 1,1 por cento registado em 2015. Esta evolução reflete o crescimento do emprego por conta de outrem (1,7 por cento) dado que o emprego por conta própria registou uma queda pronunciada (-5,0 por cento). Este crescimento do emprego por conta de outrem é particularmente assinalável quando enquadrado na queda de cerca de 18 mil trabalhadores em estágios profissionais na primeira metade de 2016, em termos homólogos, de acordo com os dados do Instituto de Emprego e Formação Profissional (Gráfico 5.8). Apesar da tendência crescente do emprego, os seus níveis mantêm-se historicamente baixos, na sequência da queda sem precedente observada entre 2008 e 2013 que, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, correspondeu a cerca de 630 mil indivíduos (Gráfico 5.4). No que se refere ao emprego nas administrações públicas, de acordo com a informação da Direção Geral da Administração e Emprego Público o número de funcionários públicos, no primeiro semestre de 2016, aumentou em termos homólogos 0,8 por cento. Este aumento confirma a interrupção da tendência decrescente observada até ao primeiro semestre do 2015.

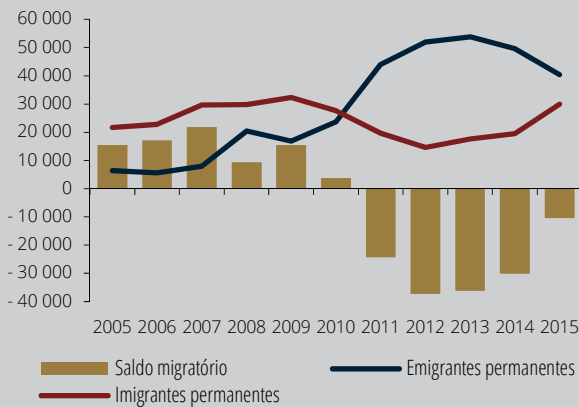
De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, na primeira metade de 2016 o emprego no segmento de nível de educação superior ou secundário aumentou em termos homólogos 4,2 e 5,1 por cento, respetivamente, enquanto o emprego nos restantes níveis de educação diminuiu (Gráfico 5.9). Ao mesmo tempo, tem-se verificado um aumento da relevância do nível de educação superior ou secundário no total do

emprego, alcançando cerca de 50 por cento do total do emprego neste período (Gráfico 5.10).

A produtividade aparente do trabalho registou uma variação ténue no primeiro semestre de 2016

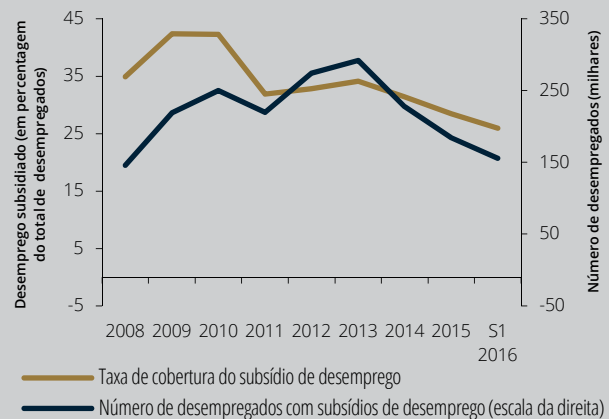
A atual fase de recuperação da economia portuguesa conjuga um crescimento moderado da atividade com um crescimento relativamente mais pronunciado do emprego. Neste quadro, a produtividade aparente do trabalho, medida com base nas Contas Nacionais Trimestrais do INE, apresentou um dinamismo inferior e atípico face

Gráfico 5.5 • Saldo migratório, emigrantes e imigrantes permanentes | Número de indivíduos



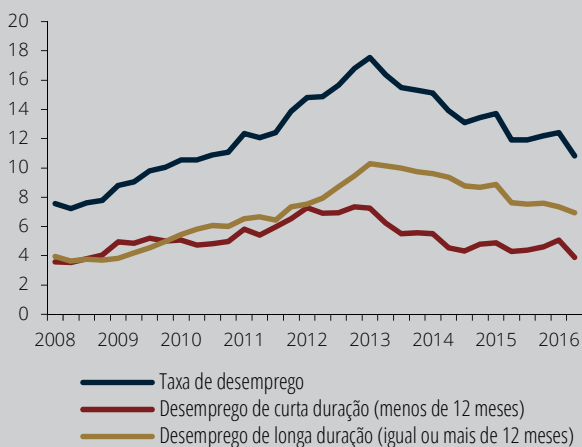
Fonte: INE.

Gráfico 5.6 • Número de desempregados com subsídio de desemprego e taxa de cobertura



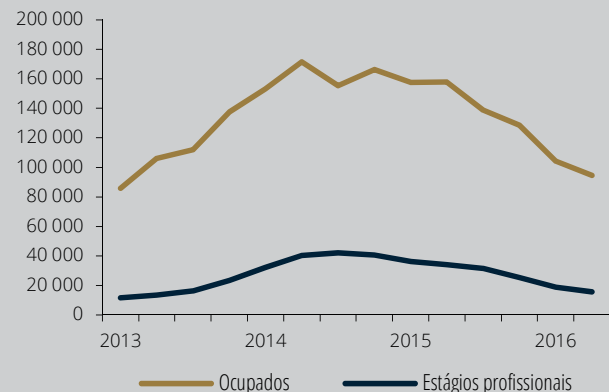
Fonte: Inquérito ao Emprego.

Gráfico 5.7 • Taxa de desemprego – duração



Fonte: Inquérito ao Emprego.

Gráfico 5.8 • Número de ocupados e estágios profissionais | Número de indivíduos



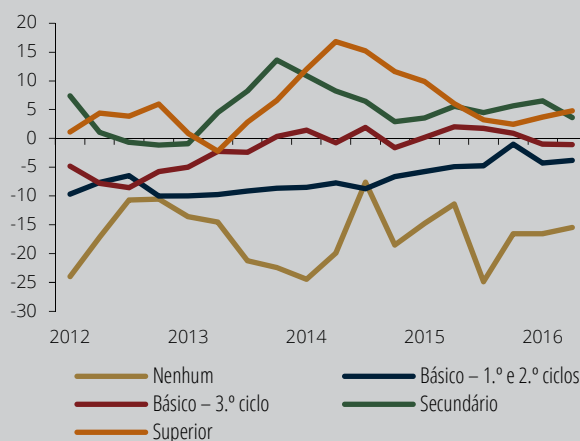
Fonte: Instituto do Emprego e Formação Profissional.

Nota: Os ocupados são indivíduos integrados em programas de emprego ou formação profissional, com exceção dos programas que visem a integração direta no mercado de trabalho.

ao observado em anteriores fases de recuperação económica. Contudo, importa referir que entre 2011 e 2013 se registou um forte crescimento da produtividade aparente do trabalho, o que também surge em contraste com o observado em anteriores fases recessivas do ciclo (Gráfico 5.11). A evolução da produtividade pode ainda

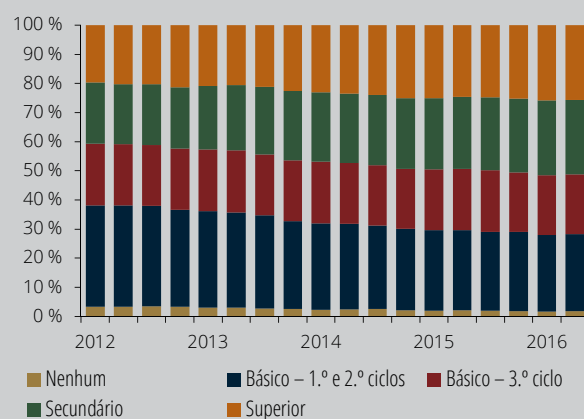
refletir a alocação dos trabalhadores entre os vários setores de atividade (Caixa “Produtividade e reafetação do emprego em Portugal”).

Gráfico 5.9 • Evolução do emprego por nível de educação | Em percentagem



Fonte: Inquérito ao Emprego.

Gráfico 5.10 • Estrutura do emprego por nível de educação | Em percentagem



Fonte: Inquérito ao Emprego.

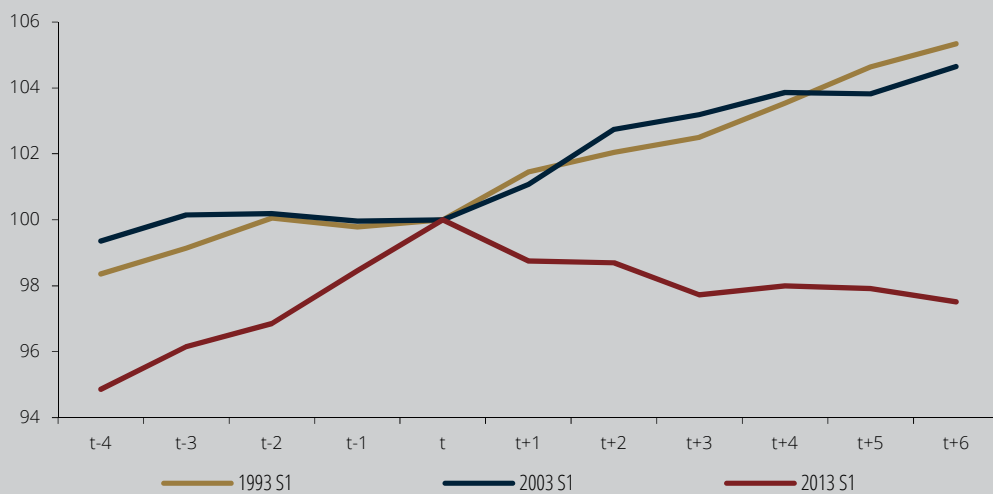


Gráfico 5.11 • Produtividade aparente do trabalho nas últimas três recessões e recuperações | Valores semestrais; mínimo da atividade = semestre t = 100

Fontes: 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.

Caixa 5.1 | A evolução recente do VAB real *per capita* em Portugal

As importantes alterações demográficas ocorridas em Portugal nos últimos anos, com uma redução significativa da população, em geral, e da população ativa, em particular, tornaram relevante complementar a análise do comportamento do VAB com a análise do VAB *per capita*.

Nesta caixa, é apresentada uma análise da evolução do VAB real *per capita* entre 2011 e o primeiro semestre de 2016, procurando responder em particular às seguintes questões: Qual a importância relativa das alterações demográficas para o crescimento do VAB real *per capita* nos últimos anos? Qual a relevância da dinâmica no mercado de trabalho, em particular do emprego, para esta evolução? Em que medida o crescimento do VAB *per capita* reflete as alterações no VAB por trabalhador?

Este exercício utiliza como fontes o VAB das contas nacionais trimestrais do INE e a informação sobre a evolução do emprego, da população e da população ativa do Inquérito ao Emprego.

Para perceber a forma como o crescimento do VAB *per capita* se pode desagregar entre alterações na produtividade (medida pelo VAB por trabalhador), emprego e taxa de atividade, note-se que o VAB real *per capita* se pode expressar do seguinte modo:

$$\frac{Y}{N} = \frac{Y E A}{E A N}$$

ou

$$y = w \times e \times a$$

em que Y representa o VAB real total, E o emprego total, A a população ativa, N a população total e Y/N o VAB real *per capita*. Por seu turno, $w = Y/E$ traduz o VAB real por trabalhador, $e = E/A$ o peso do emprego na população ativa (doravante designado como taxa de emprego) e $a = A/N$ a fração da população ativa na população total (taxa de atividade).

Neste sentido, o crescimento do VAB real *per capita* pode ser subdividido entre o crescimento associado a alterações no VAB real por trabalhador, na taxa de emprego e na taxa de atividade.

A chamada decomposição de Shapley permite desagregar de forma aditiva a variação no VAB real *per capita* no contributo daquelas três componentes. Assim, a variação total será igual à soma do crescimento associado às suas três subcomponentes, w , e e a . Se representarmos por \bar{w} , \bar{e} e \bar{a} a fração do crescimento atribuível a cada componente, então o crescimento do VAB real *per capita* pode ser representado por:

$$\Delta y = \bar{w} \times \Delta y + \bar{e} \times \Delta y + \bar{a} \times \Delta y$$

ou, expresso em termos de taxa de crescimento

$$\frac{\Delta y}{y} = \bar{w} \times \frac{\Delta y}{y} + \bar{e} \times \frac{\Delta y}{y} + \bar{a} \times \frac{\Delta y}{y}$$

Por exemplo, $\bar{w} \times \Delta y$ mede o crescimento do VAB real *per capita* consistente com um cenário em que a taxa de atividade e a taxa de emprego permanecem constantes. Do mesmo modo, $\bar{e} \times \Delta y$ e $\bar{a} \times \Delta y$ medem o impacto no VAB real *per capita* atribuível, respetivamente, a variações na taxa de emprego e a variações na taxa de atividade.

O quadro 1 mostra a evolução dos indicadores relevantes para esta decomposição entre 2011 e o primeiro semestre de 2016. Destaca-se, em particular, a queda da população e da população ativa em todos os anos em análise. Por seu turno, o emprego registou uma forte queda entre 2011 e 2013, a que se sucedeu uma recuperação ininterrupta até ao primeiro semestre de 2016. Desde 2014, o VAB real *per capita* tem registado um crescimento significativo, em contraste com o sucedido entre 2011 e 2013, em que teve uma queda acentuada.

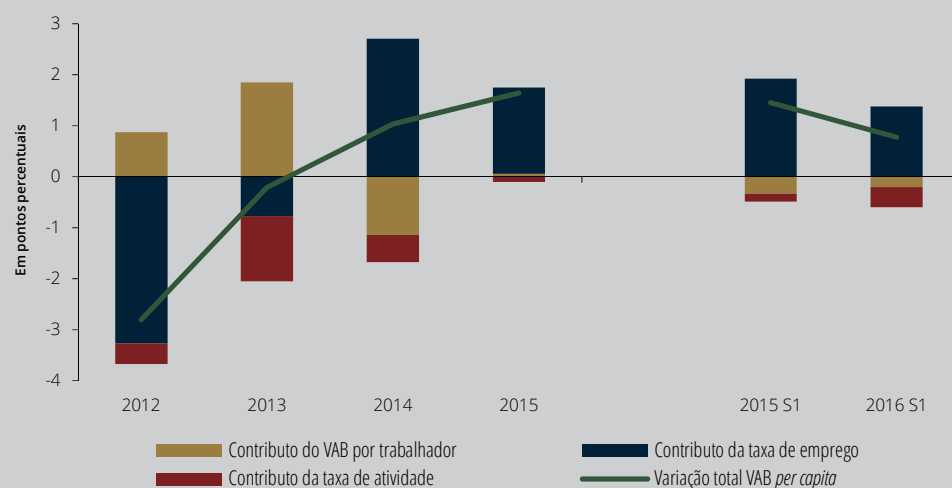
Quadro 1 • Principais indicadores relevantes para o cálculo do VAB real *per capita* e do VAB real por trabalhador

	Valor em 2011	Taxa de crescimento em percentagem ou variação em pontos percentuais						
		2012	2013	2014	2015	2015 S1	2016 S1	2011-2015
VAB real (EUR 10 ⁹)	154,2	-3,2	-0,8	0,4	1,2	1,0	0,4	-2,4
População (EUR 10 ⁶)	10,6	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	-2,0
População ativa (EUR 10 ⁶)	5,4	-0,8	-1,8	-1,1	-0,6	-0,6	-0,7	-4,3
Número de empregados (EUR 10 ⁶)	4,7	-4,1	-2,6	1,6	1,1	1,3	0,6	-4,0
VAB <i>per capita</i> (EUR 10 ³)	14,6	-2,8	-0,2	1,0	1,6	1,5	0,8	-0,4
VAB por trabalhador (EUR 10 ³)	32,5	0,9	1,9	-1,1	0,1	-0,3	-0,2	1,7
Taxa de emprego (% pop. ativa) ^{(a)(b)}	87,3	-2,8	-0,7	2,3	1,4	1,7	1,2	0,2
Taxa de atividade (% pop. total) ¹	51,4	-0,2	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-1,2

(a) Variação em pontos percentuais.

(b) Número de empregados em percentagem da população ativa.

Gráfico 1 • Principais contributos para a variação do VAB real *per capita*; crescimento em percentagem e contributos em pontos percentuais



Quadro 2 • Principais contributos para a variação do VAB real *per capita* em Portugal

	2012	2013	2014	2015	2015 S1	2016 S1	2011-2015
VAB real <i>per capita</i> (%)	-2,8	-0,2	1,0	1,6	1,5	0,8	-0,4
Contributos em p.p.:							
VAB por trabalhador	0,9	1,8	-1,1	0,1	-0,3	-0,2	1,7
Taxa de emprego	-3,3	-0,8	2,7	1,7	1,9	1,4	0,3
Taxa de atividade	-0,4	-1,3	-0,5	-0,1	-0,2	-0,4	-2,3

Utilizando esta informação, o gráfico 1 e o quadro 2 apresentam os resultados da decomposição do crescimento do VAB real *per capita*. A diminuição do VAB real *per capita*, entre 2011 e 2013, reflete um contributo negativo acentuado tanto da taxa de atividade como da taxa de emprego. Por seu turno, o VAB por trabalhador teve um contributo positivo para o crescimento do VAB real *per capita*. Em contraste, após 2013, a dinâmica do VAB real *per capita* tem beneficiado do aumento da taxa de emprego, que contrasta com o contributo acumulado negativo da evolução do VAB por trabalhador e da taxa de atividade. Estes traços mantiveram-se no primeiro semestre de 2016 e representam importantes desafios para o nível de crescimento potencial da economia portuguesa no médio prazo.

Caixa 5.2 | Uma caracterização do desemprego de muito longa duração em Portugal

Um dos traços mais marcantes da evolução do desemprego em Portugal nos últimos anos é o aumento da sua duração. No início de 2011, a duração média do desemprego situava-se em cerca de 24 meses. Na primeira metade de 2016, este valor ascendia já a 32 meses. Esta realidade é igualmente visível na evolução do número de desempregados de curta duração (menos de 12 meses), de média duração³⁷ (12 ou mais meses e menos de 24 meses) e de muito longa duração (24 ou mais meses). No segundo trimestre de 2016, o número de desempregados de curta e média duração ascendiam a cerca de 199 mil e 86 mil, respetivamente. Estes níveis não se afastavam significativamente dos observados na segunda metade da década de 2000 (Gráfico 1). Em contraste, o número de desempregados de muito longa duração ascendia no segundo trimestre de 2016 a cerca de 275 mil, mais do dobro do observado há uma década. Deste modo, atualmente, cerca de metade dos desempregados em Portugal são desempregados de muito longa duração (Gráfico 2).

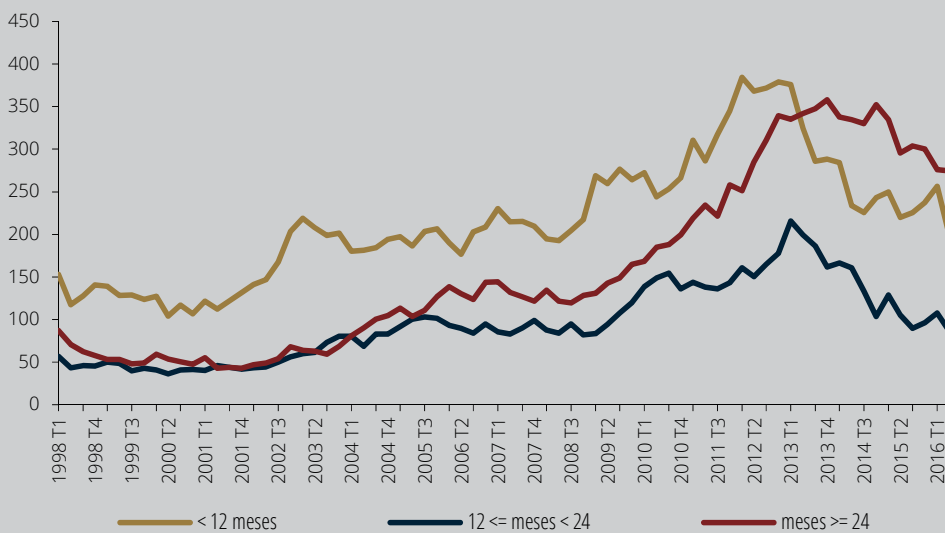
Neste contexto, a presente caixa visa apresentar uma caracterização dos desempregados de muito longa duração em Portugal, com base na informação do Inquérito ao Emprego do INE. A evidência, de natureza descritiva, compara as características dos desempregados de muito longa duração com as dos desempregados de curta e média durações. As características analisadas são o género, idade, o nível de escolaridade, o último setor de atividade antes da transição para a situação de desemprego e o acesso a subsídio de desemprego (Gráficos 3 a 7).

O gráfico 3 revela que a incidência do desemprego de muito longa duração é relativamente maior nos homens. De facto, cerca de 54 por cento dos desempregados de muito longa duração são homens, o que compara com 46 por cento no caso do desemprego de curta duração.

Em termos de escalão etário, como expectável o desemprego de muito longa duração é mais prevalente nos escalões etários elevados, em contraste com o desemprego de curta duração (Gráfico 4). Cerca de 55 por cento dos desempregados de muito longa duração têm 45 ou mais anos (o que compara com cerca de 25 por cento no caso do desemprego de curta duração). Não obstante, importa

Gráfico 1 • Número de desempregados, por duração do desemprego

| Milhares de indivíduos

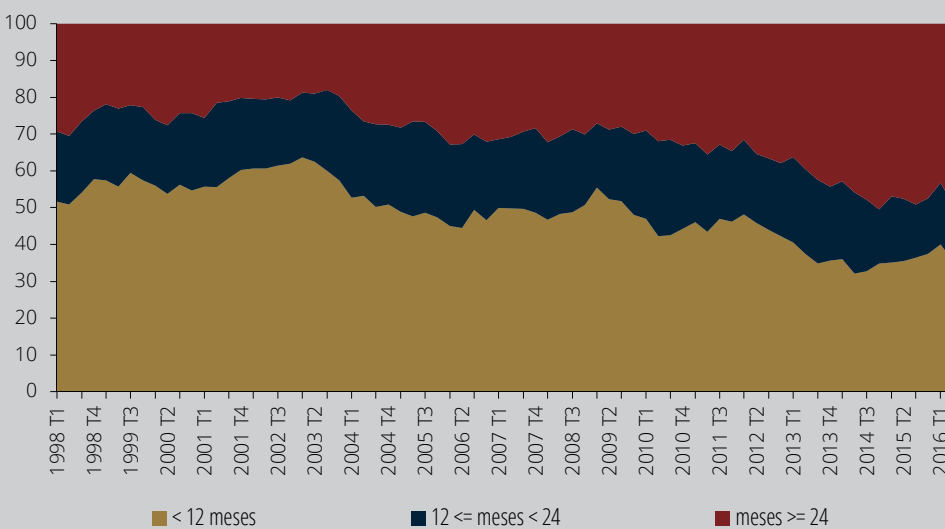


Fonte: INE, Inquérito ao Emprego.

Nota: Quebra de série em 2011, devido à alteração na metodologia do Inquérito.

Gráfico 2 • Repartição do desemprego total, por duração do desemprego

| Em percentagem



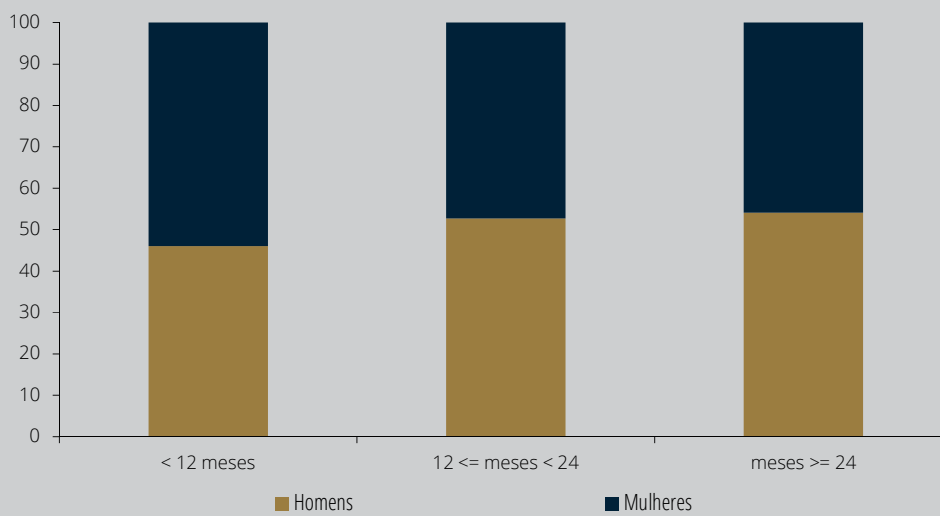
Fonte: INE, Inquérito ao Emprego.

Nota: Quebra de série em 2011, devido à alteração na metodologia do Inquérito.

salientar que cerca de 37 por cento dos desempregados com menos de 45 anos são desempregados de muito longa duração (o que corresponde a cerca de 126 mil indivíduos).

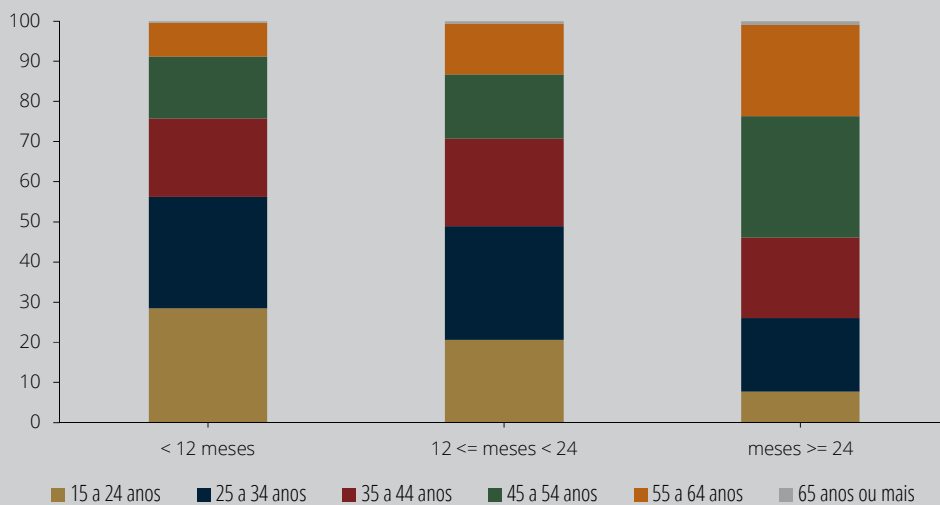
No que se refere ao nível de escolaridade, o gráfico 5 revela que a repartição do desemprego de muito longa duração pelos diferentes escalões de escolaridade é comparável à observada no caso do desemprego de mais curtas durações, não obstante uma maior prevalência de indivíduos com o 1.º e 2.º ciclos do ensino básico nos desempregados de muito longa duração. Importa ainda assim notar que cerca de 42 por cento dos desempregados com escolaridade secundária

Gráfico 3 • Repartição das várias durações de desemprego, por género
| Em percentagem



Fonte: INE, Inquérito ao Emprego 2016 T2.

Gráfico 4 • Repartição das várias durações de desemprego, por escalão etário
| Em percentagem

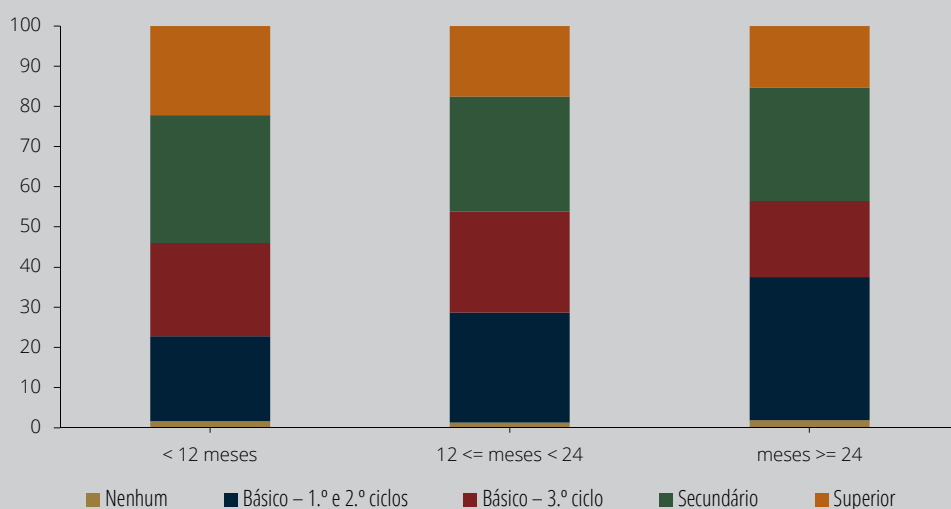


Fonte: INE, Inquérito ao Emprego 2016 T2.

ou superior são desempregados de muito longa duração (o que corresponde a cerca de 42 mil indivíduos). Neste âmbito, importa referir que longas durações de desemprego determinam uma depreciação do capital humano dos desempregados, pelo que o respetivo nível de escolaridade se pode tornar progressivamente menos representativo.

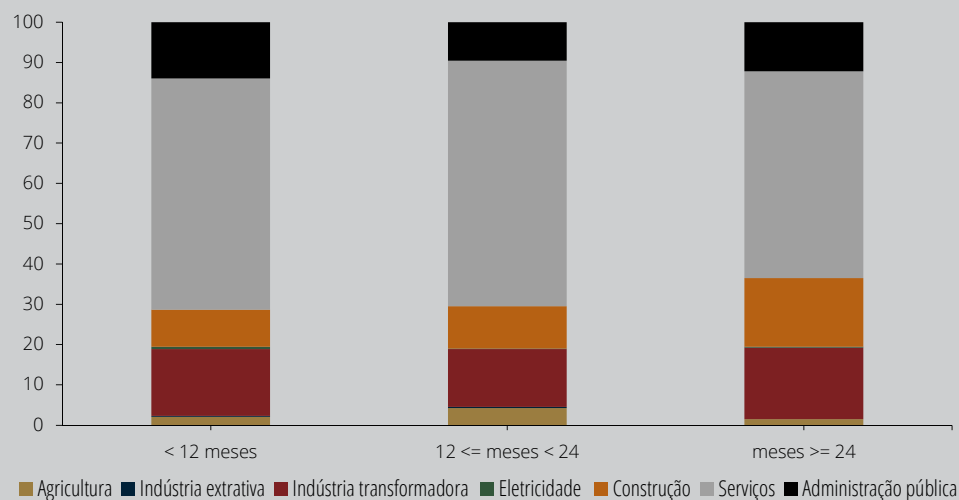
Em termos de repartição por setor de atividade no emprego anterior (o que exclui os indivíduos desempregados à procura do primeiro emprego), o gráfico 6 evidencia uma prevalência relativamente maior dos setores da construção e da indústria transformadora no desemprego

Gráfico 5 • Repartição das várias durações de desemprego, por nível de escolaridade
| Em percentagem



Fonte: INE, Inquérito ao Emprego 2016 T2.

Gráfico 6 • Repartição das várias durações de desemprego, por setor de atividade
| Em percentagem



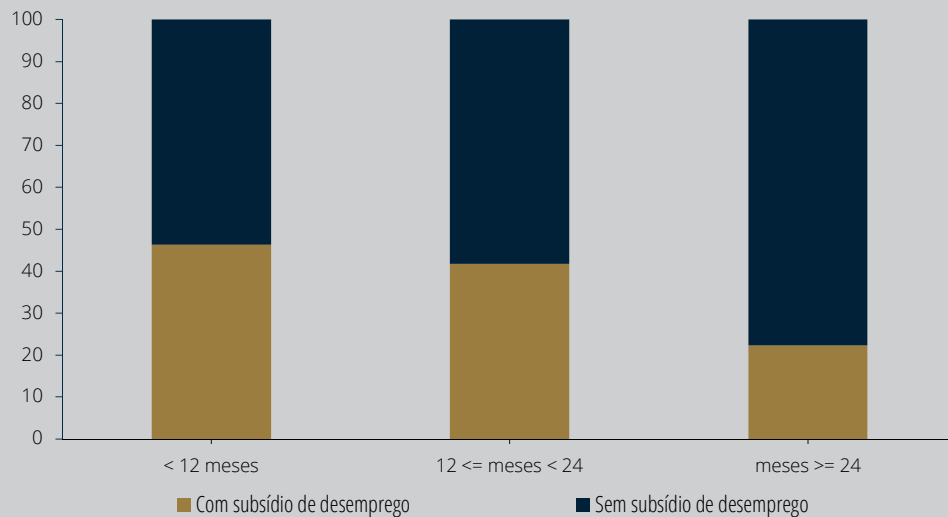
Fonte: INE, Inquérito ao Emprego 2016 T2.

de muito longa duração. Em termos absolutos, os maiores contributos para o desemprego de muito longa duração – tal como nas restantes durações de desemprego – são o setor dos serviços e, em menor medida, a indústria transformadora.

Finalmente, o gráfico 7 apresenta evidência sobre a fração de desempregados que recebe subsídio de desemprego. Apenas 22 por cento dos desempregados de muito longa duração recebe subsídio de desemprego, o que compara com 46 por cento no desemprego de curta duração.

Globalmente, a evidência apresentada sugere que os desempregados de muito longa duração têm características que não se distinguem radicalmente das observadas nas restantes durações de desemprego. A prevalência de desempregados de muito longa duração em todos os escalões etários, em todos os níveis de qualificação e em todos os setores de atividade é a principal conclusão que emerge desta evidência. Esta observação pode ser relevante no desenho de políticas de integração dos desempregados de muito longa duração na força de trabalho. A importância destas políticas decorre do impacto de durações muito prolongadas de desemprego na taxa de pobreza, no risco de exclusão social, na incidência de problemas de saúde, no produto potencial das economias e na posição das finanças públicas (Comissão Europeia, 2015³⁸).

Gráfico 7 • Repartição das várias durações de desemprego, por acesso ao subsídio de desemprego | Em percentagem



Fonte: INE, Inquérito ao Emprego 2016 T2.

Caixa 5.3 | Produtividade e reafetação do emprego em Portugal

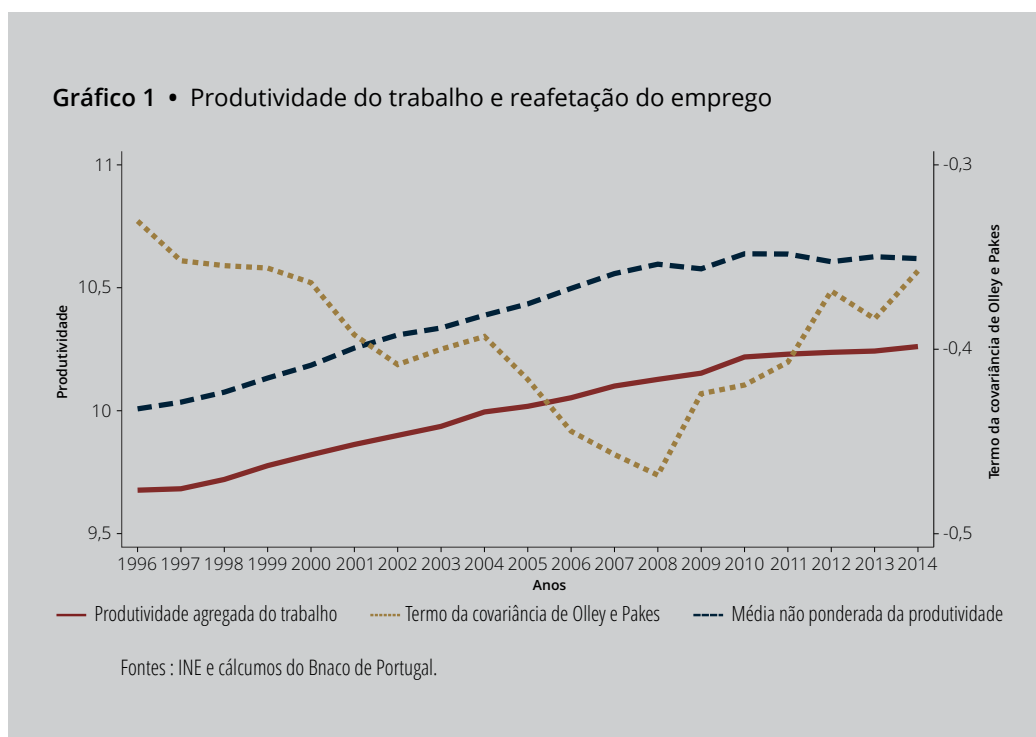
Uma vertente recente da literatura teórica e empírica tem procurado medir o nível de eficiência na alocação de recursos, em particular do fator trabalho, entre empresas e setores de atividades. Neste contexto, a evolução da produtividade agregada depende de duas dimensões importantes. A primeira prende-se com a evolução da produtividade em cada setor no total da economia e a segunda está associada a alterações da composição entre setores. Por outras palavras, ainda que a produtividade não tenha alterações significativas em cada setor, a produtividade agregada pode aumentar se os fatores produtivos forem alocados para setores mais produtivos em detrimento daqueles com menor produtividade.

Nesta caixa analisa-se a evolução de uma medida simples da produtividade agregada: a produtividade do trabalho³⁹. Assim, a produtividade agregada do trabalho no ano t define-se como:

$$\Phi_t = \sum_i s_{it} \varphi_{it}$$

onde s_{it} é o peso do emprego no setor i e no ano t , e φ_{it} é a produtividade do trabalho no setor i no ano t . A produtividade do trabalho calcula-se como o rácio entre o Valor Acrescentado Bruto (VAB) a preços constantes e o emprego (a tempo inteiro equivalente) no setor i e no ano t .

O gráfico 1 mostra a evolução da produtividade agregada do trabalho, Φ_t em Portugal entre 1996 e 2014. A produtividade agregada aumentou consistentemente desde 1997, encontrando-se contudo em desaceleração desde 2010⁴⁰.



De acordo com Olley e Pakes (1996), é possível decompor a produtividade agregada do trabalho Φ_t em cada ano do seguinte modo:⁴¹

$$\Phi_t = \bar{\varphi}_t + \sum_i (s_{it} - \bar{s}) (\varphi_{it} - \bar{\varphi}_t),$$

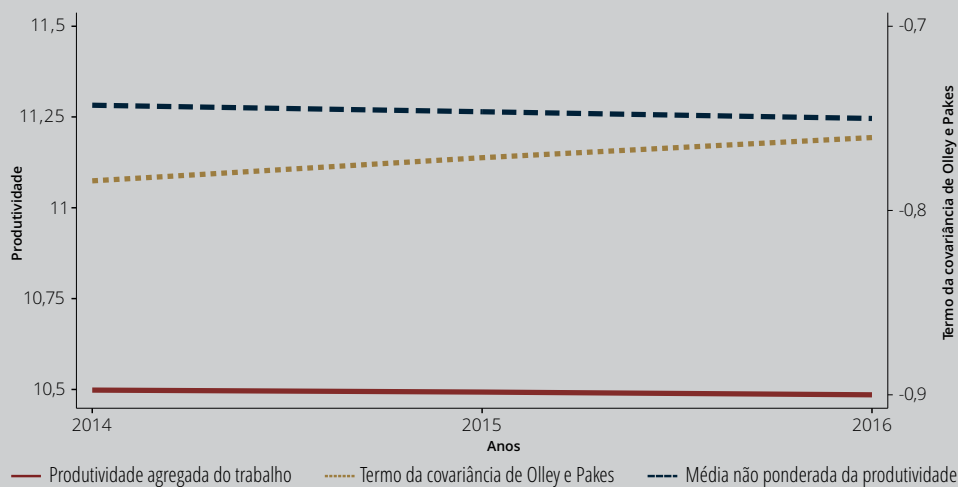
onde $\bar{\varphi}_t = (\sum_{i=1}^n \varphi_{it})/n$ é a média não ponderada da produtividade, n é o número de setores, e $\bar{s} = 1/n$ é o peso médio de cada setor em termos de emprego.

A interpretação é bastante direta: a produtividade agregada é mais alta do que a média não ponderada da produtividade quando os setores que são mais produtivos do que a média (i.e. $\varphi_{it} > \bar{\varphi}_t$) apresentam um peso médio, em termos do fator trabalho, mais alto do que a média (i.e. $s_{it} > \bar{s}$). Quando todos os setores apresentam o mesmo peso em termos do fator trabalho (igual a \bar{s}) e / ou todos os setores são igualmente produtivos, a produtividade agregada coincide com a média não ponderada da produtividade.

Utilizando a decomposição de Olley e Pakes, podemos estudar a evolução da produtividade. Assim, as variações da produtividade ao longo do tempo, $\Delta\Phi$, obtêm-se através da variação da média não ponderada, $\Delta\bar{\varphi}$, e da variação do termo da covariância. Estas duas dimensões da evolução da produtividade proporcionam um método natural de decomposição das variações da produtividade numa componente que reflete as deslocações da distribuição da produtividade (através da variação no primeiro momento, $\Delta\bar{\varphi}$), e noutra componente que mede a realocação de emprego através da variação da covariância.

O gráfico 1 mostra a evolução destes dois termos da decomposição. Desta figura podemos retirar duas conclusões. Primeiro, durante o período em análise, o emprego está mais concentrado nos setores da economia com um nível de produtividade mais baixo: o termo da covariância (medido no eixo da direita) é consistentemente negativo. Segundo, esta ineficiência alocativa

Gráfico 2 • Produtividade do trabalho e reafetação do emprego



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

agravou-se até 2008, mas tem vindo a melhorar desde então⁴². O período de crise coincide com uma melhoria na alocação do fator trabalho entre os vários sectores da economia⁴³.

As Contas Nacionais Anuais só permitem calcular a produtividade até 2014. Para incluir na análise os anos mais recentes, é necessário utilizar outras bases de dados e introduzir algumas hipóteses metodológicas. Primeiro, assume-se que o valor acrescentado bruto a preços constantes depois de 2014 varia de acordo com os dados das Contas Nacionais Trimestrais⁴⁴. Segundo, usam-se os dados de emprego da Segurança Social, até o segundo trimestre de 2016, e os dados da Caixa Geral de Aposentações, para calcular os pesos do emprego por setor e o valor acrescentado bruto por trabalhador⁴⁵. Neste contexto, é possível prolongar a análise do gráfico 1 para o período mais recente. Sublinhe-se que as hipóteses metodológicas assumidas neste exercício exigem alguma cautela na interpretação dos resultados. O gráfico 2 mostra os resultados deste exercício e parece confirmar que no período mais recente ter-se-á observado uma ligeira melhoria na eficiência da alocação do fator trabalho.

Referências

Dias, Daniel, Marques, Carlos Robalo e Richmond, Christine, Produtividade e Crescimento em Portugal", *Boletim Económico*, outubro 2014, Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

Olley, G. Steven e Pakes, Ariel, 1996. "The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry," *Econometrica*, *Econometric Society*, vol. 64(6), pag. 1263-97, novembro.

Reis, Ricardo, 2013, "The Portuguese Slump and Crash and the Euro-Crisis." *Brookings Papers on Economic Activity*, 46, 143-193, Spring 2013.

Reis, Ricardo, 2015, "Looking for a Success in the Euro Crisis Adjustment Programs." *Brookings Papers on Economic Activity*, 433-447, Fall 2015.

Syverson, Chad 2011, "What Determines Productivity?," *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, vol. 49(2), pag. 326-65, junho.

6. Procura

Crescimento mais moderado do PIB no primeiro semestre de 2016, refletindo em grande medida a queda significativa do investimento e a desaceleração das exportações

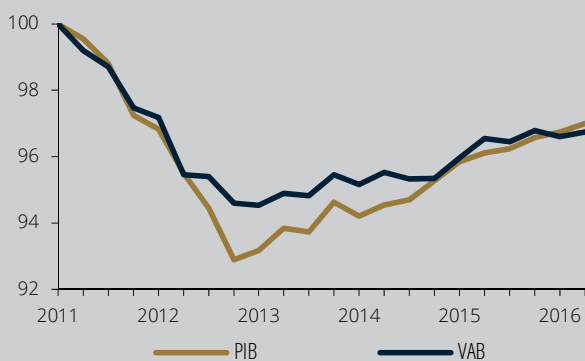
No primeiro semestre de 2016, o PIB em Portugal apresentou um crescimento em volume de 0,9 por cento em termos homólogos, e de 0,5 por cento em relação ao segundo semestre de 2015 (Quadro 6.1). Tal como nos últimos dois anos, no primeiro semestre de 2016, o crescimento do PIB foi superior ao do VAB, que teve neste período um aumento de 0,4 por cento em termos homólogos (Gráfico 6.1). A discrepância entre o crescimento do PIB e do VAB prende-se com a evolução dos impostos líquidos de subsídios, que cresceram 5,6 por cento em volume no primeiro semestre de 2016 face ao período homólogo, após um crescimento de 5,1 por cento em 2015⁴⁶.

A evolução da atividade económica em Portugal no período mais recente tem sido caracterizada

por um ritmo de crescimento relativamente moderado, em particular tendo em conta a severidade e duração da recessão que a antecedeu. Neste contexto, refira-se que o PIB no segundo semestre de 2016 se situou 5,6 por cento abaixo do nível observado no início de 2008. A recuperação da atividade económica tem decorrido num quadro caracterizado pelo nível elevado de endividamento dos diversos agentes económicos (públicos e privados) e pela necessidade de ajustamento dos respetivos balanços. No período mais recente, merece igualmente relevância o impacto sobre a economia portuguesa da redução muito significativa dos fluxos comerciais com Angola, com influência particularmente negativa sobre a exportação de bens⁴⁷.

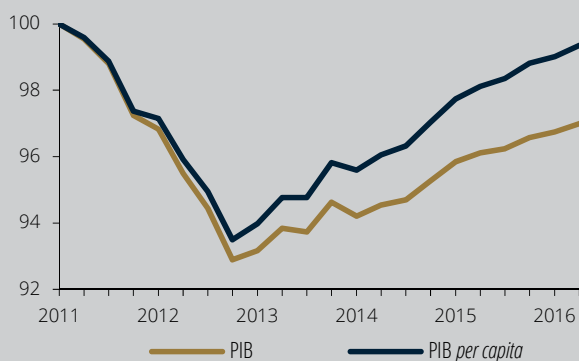
O ritmo de crescimento mais moderado da atividade económica na primeira metade de 2016 traduz o menor dinamismo da procura interna, para o que contribuiu largamente a queda do investimento, bem como a manutenção do perfil de desaceleração das exportações de bens e serviços observado desde meados de 2015.

Gráfico 6.1 • Evolução recente do PIB e do VAB em Portugal | Índice 2011 T1=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.2 • Evolução do PIB e do PIB *per capita* em Portugal | Índice 2011 T1=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

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

	% do PIB em 2015	2013	2014	2015	2015		2016		2015				2016	
					S1	S2	S1	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
PIB	100,0	-1,1	0,9	1,6	1,7	1,5	0,9	1,7	1,7	1,6	1,4	0,9	0,9	
Procura interna	99,3	-2,0	2,2	2,5	2,9	2,2	1,1	1,8	3,9	2,0	2,4	1,6	0,7	
Consumo privado	65,6	-1,2	2,3	2,6	3,1	2,0	2,0	2,8	3,4	2,1	1,9	2,5	1,6	
Consumo público	18,2	-2,0	-0,5	0,8	0,5	1,2	1,1	-0,2	1,2	1,1	1,3	1,3	0,8	
Investimento	15,5	-5,1	5,3	4,6	4,7	4,4	-2,3	0,1	9,6	3,0	5,9	-2,0	-2,7	
FBCF	15,3	-5,1	2,3	4,5	7,3	1,8	-2,7	8,8	5,9	2,1	1,5	-2,5	-2,9	
Variação de existências ^(a)		0,0	0,5	0,0	-0,4	0,4	0,1	-1,3	0,6	0,1	0,7	0,1	0,0	
Exportações	40,6	7,0	4,3	6,1	7,7	4,6	2,5	7,7	7,6	5,6	3,7	3,3	1,7	
Importações	39,8	4,7	7,8	8,2	10,3	6,2	2,9	7,6	13,0	6,4	6,0	4,7	1,2	
Contributo da procura interna ^(a)		-2,0	2,2	2,6	2,9	2,3	1,2	1,8	4,0	2,1	2,4	1,6	0,7	
Contributo das exportações ^(a)		2,6	1,7	2,5	3,1	2,0	1,1	3,1	3,1	2,3	1,6	1,4	0,7	
Contributo das importações ^(a)		-1,8	-3,1	-3,5	-4,3	-2,7	-1,3	-3,2	-5,4	-2,8	-2,6	-2,1	-0,6	
<i>por memória:</i>														
PIB – taxa de variação em cadeia					1,0	0,4	0,5	0,6	0,3	0,1	0,3	0,2	0,3	
Procura interna (exc. variação de existências)	99,1	-2,0	1,8	2,5	3,2	1,8	1,1	3,1	3,4	1,9	1,7	1,5	0,7	

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

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

A redução do investimento na primeira metade do ano reflete em grande medida a queda da FBCF em construção, depois da recuperação registada em 2015. Por seu turno, para o menor crescimento das exportações de bens e serviços contribuiu a diminuição, quer das exportações de bens energéticos, quer das exportações de serviços não ligados ao turismo. Por outro lado, há a destacar a estabilização do ritmo de crescimento do consumo privado e o dinamismo elevado das exportações de serviços de turismo. O menor dinamismo de algumas componentes da procura interna com elevado conteúdo importado – como as exportações de bens energéticos ou o investimento em máquinas e equipamentos – contribuiu para a desaceleração das importações de bens e serviços na primeira metade de 2016.

Depois de dois anos em que o crescimento do PIB em Portugal foi semelhante ao da área do

euro, o diferencial de crescimento face à média da área do euro voltou a registar um valor negativo no primeiro semestre de 2016, que ascendeu a -0,7 p.p. (Gráfico 6.3). Sublinhe-se que, tendo em conta a dinâmica populacional, o ritmo de crescimento *per capita* em Portugal e na área do euro terá sido semelhante⁴⁸.

Estabilização do ritmo de crescimento do consumo privado, num quadro de melhoria da situação no mercado de trabalho e das condições de financiamento das famílias

No primeiro semestre de 2016, o consumo privado registou um crescimento em volume de 2,0 por cento face ao período homólogo de 2015 – um valor igual ao registado no segundo

semestre de 2015. O consumo privado manteve assim um crescimento estável e superior ao do PIB na primeira metade de 2016. Em termos nominais, o crescimento do consumo privado ter-se-á situado acima do registado pelo rendimento disponível, refletindo-se numa redução da taxa de poupança das famílias.

A evolução do consumo privado ocorre num contexto em que a confiança dos consumidores se mantém em níveis historicamente altos e se observa um aumento do rendimento disponível real das famílias. Neste quadro, destaca-se a melhoria da situação no mercado de trabalho, com relevo para a redução da taxa de desemprego, o aumento do salário mínimo e das medidas constantes do Orçamento do Estado de 2016 visando a reposição de rendimento das famílias, bem como o impacto positivo sobre o rendimento resultante da manutenção da tendência de queda dos preços do petróleo. Há a salientar igualmente o efeito potencial da redução do serviço da dívida das famílias no período recente, decorrente da estabilização das taxas de juro em níveis baixos, conjugada com a diminuição dos níveis

de endividamento⁴⁹. Neste contexto, sublinhe-se a melhoria das condições de financiamento das famílias, nomeadamente ao nível do crédito para consumo (Secção 3). A evidência mostra que o peso no consumo privado das novas operações do crédito bancário ao consumo tem apresentado uma trajetória ascendente, situando-se em valores próximos dos observados antes da crise da dívida soberana (Gráfico 6.4).

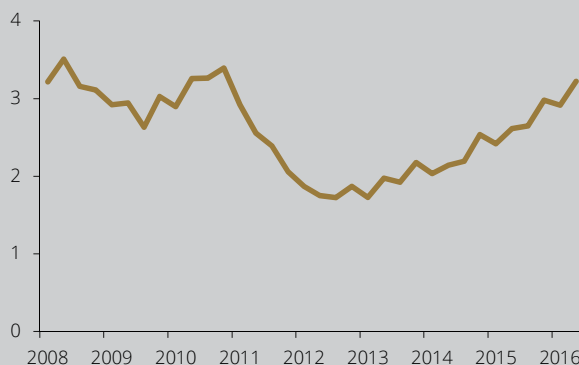
A evolução do consumo privado no primeiro semestre do ano reflete a aceleração do consumo de bens duradouros e um ritmo de crescimento mais moderado das despesas em bens de consumo corrente e serviços (Gráfico 6.5). No primeiro semestre de 2016, as despesas em bens de consumo corrente aumentaram 1,3 por cento, em termos homólogos (1,5 por cento na segunda metade de 2015), enquanto o consumo de bens duradouros registou um crescimento de 9,8 por cento (7,6 por cento no segundo semestre de 2015). O crescimento significativo das despesas em bens duradouros no período mais recente ocorre após a forte contração do consumo deste tipo de bens registada no período

Gráfico 6.3 • 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 6.4 • Peso no consumo privado das novas operações de crédito bancário ao consumo | Novas operações; em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

2009-2012. No início de 2016, há a destacar a manutenção do elevado dinamismo das vendas de veículos automóveis de passageiros, mantendo a tendência de forte crescimento observada desde meados de 2013, que contrasta com o crescimento relativamente mais fraco do consumo de bens duradouros excluindo automóveis (0,5 por cento no primeiro semestre de 2016, após 3,3 por cento em 2015) (Gráfico 6.6). As vendas de veículos automóveis de passageiros foram particularmente significativas no primeiro trimestre do ano, o que poderá ter refletido a antecipação de compra deste tipo de veículos na sequência das alterações na tributação introduzidas no segundo trimestre.

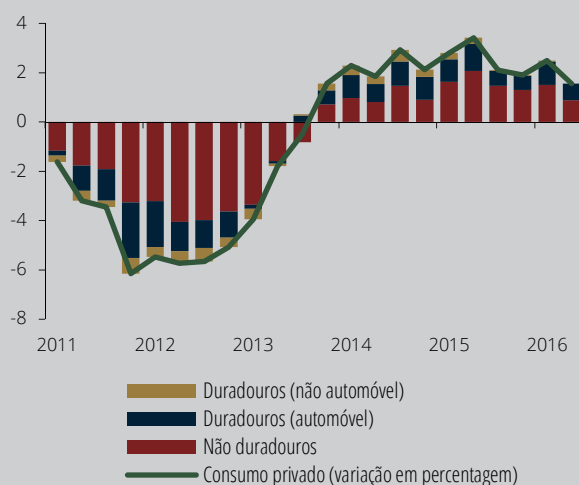
Queda significativa do investimento no primeiro semestre do ano refletindo em larga medida a diminuição da FBCF em construção

No primeiro semestre de 2016, o investimento registou uma queda em volume de 2,3 por cento

face ao período homólogo de 2015, e de 1,5 por cento face ao segundo semestre de 2015.

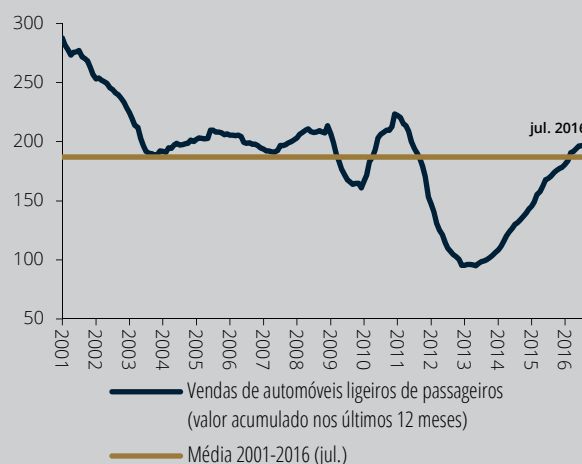
O principal contributo para a evolução do investimento na primeira metade de 2016 adveio da FBCF em construção, que diminuiu 3,6 por cento em termos homólogos (Gráfico 6.7). Assim, depois das quedas consecutivas observadas desde 2002, a que se seguiu uma recuperação significativa em 2015, esta componente do investimento, cujo peso na FBCF total é de cerca de 50 por cento, voltou a registar uma diminuição acentuada. Esta evolução poderá estar a refletir parcialmente o impacto da conclusão de algumas infraestruturas de grande dimensão no final de 2015, assim como as condições meteorológicas adversas registadas no início do ano. A queda da FBCF em construção na primeira metade de 2016 é consistente com a evolução das vendas de cimento para o mercado nacional, bem como com outros indicadores habitualmente usados para aferir o desempenho do setor da construção, que sugerem igualmente uma queda desta componente da FBCF no período mais recente, ainda que menos acentuada.

Gráfico 6.5 • Contributos para a variação real do consumo privado | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais; valores trimestrais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.6 • Vendas de veículos ligeiros de passageiros | Número de veículos; valores anuais, em milhares



Fontes: ACAP e cálculos do Banco de Portugal.

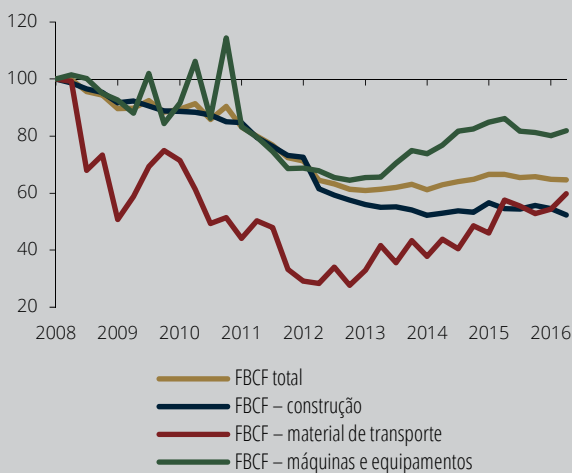
Para a queda em termos homólogos da FBCF no primeiro semestre do ano contribuiu igualmente a redução da FBCF em máquinas e equipamentos (-5,2 por cento). Neste contexto, importa referir que, face ao segundo semestre de 2015, esta componente do investimento registou uma queda menos pronunciada (-0,6 por cento, o que compara com -4,6 por cento no último semestre de 2015). Por outro lado, a FBCF em material de transporte apresentou um crescimento de 10,3 por cento no primeiro semestre. O crescimento desta componente foi particularmente significativo nos primeiros meses de 2016, o que poderá estar associado a um efeito de antecipação de compras, à semelhança do observado no caso dos veículos automóveis de passageiros.

Num quadro de elevado endividamento das empresas e de uma utilização da capacidade produtiva ainda abaixo dos níveis anteriores à recessão (Gráfico 6.8), o aumento de incerteza, quer interna, quer externa, que caracterizou o final de 2015 e o início de 2016 poderá ter contribuído para condicionar as decisões de investimento ao longo dos últimos trimestres. Adicionalmente, o caráter irreversível de uma

grande parte das aquisições de capital físico poderá igualmente ter condicionado as decisões de compra deste tipo de ativos pelas empresas no quadro de incerteza que caracterizou a primeira metade do ano. A queda do investimento verificou-se tanto no setor privado (empresarial e habitação), como no setor público.

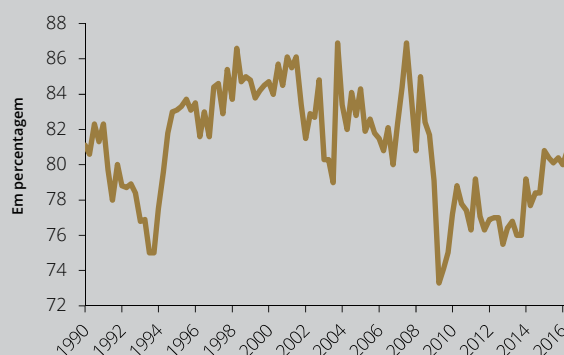
Depois da queda acentuada observada durante a crise económica e financeira, a FBCF em Portugal tem registado uma recuperação bastante moderada. Este facto é igualmente observável em outras economias, nomeadamente da área do euro, em que o nível de investimento ainda se situa abaixo do observado em 2008 (Gráfico 6.9). Neste contexto, refira-se que, enquanto o PIB na área do euro já se encontra acima do nível observado antes da crise, a FBCF no segundo trimestre de 2016 situava-se cerca de 12 por cento abaixo do valor observado no início de 2008 (Secção 2). Embora não exista consenso sobre as razões que podem estar subjacentes a esta evolução, ela afigura-se como particularmente negativa para Portugal, não só porque a queda do investimento durante o período da crise foi relativamente mais acentuada, mas também porque o capital por trabalhador na economia portuguesa

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



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 6.8 • Taxa de utilização da capacidade produtiva | Valores trimestrais corrigidos de variações sazonais; em percentagem



Fonte: Comissão Europeia.

se mantém em níveis relativamente baixos quando comparado com a média da área do euro.

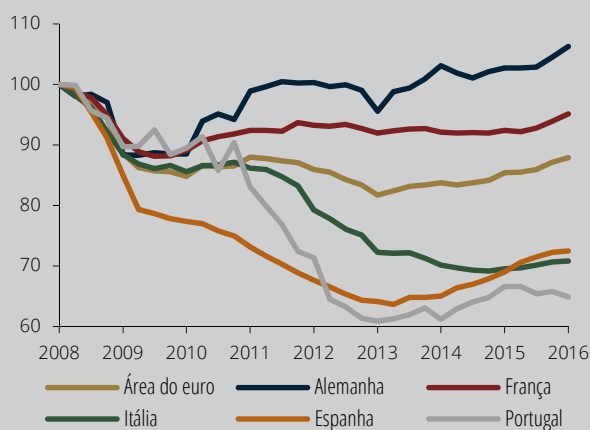
Importa, contudo, referir que, apesar da evolução menos favorável da FBCF no período mais recente, tem sido observada uma redução da percentagem de empresas que afirmam ter limitações ao investimento. Tendo por base a informação para o ano corrente do Inquérito ao Investimento divulgado em julho de cada ano, esta percentagem situava-se em 61,6 por cento, em 2013, tendo diminuído gradualmente para 50,2 por cento em 2016. Muito embora a deterioração das perspetivas 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 6.10). Não obstante, importa referir que a evidência microeconómica sugere que o investimento passado e a posição financeira das empresas, incluindo o seu grau de endividamento, têm um maior poder explicativo da evolução do investimento que as respostas qualitativas ao inquérito (Caixa “Evidência microeconómica das decisões de investimento das empresas”).

Manutenção do perfil de desaceleração das exportações de bens e serviços observado desde meados de 2015, refletindo em particular a queda das exportações de bens energéticos e dos serviços não ligados ao turismo

As exportações de bens e serviços registaram um crescimento de 2,5 por cento no primeiro semestre de 2016 (6,1 por cento no conjunto de 2015), mantendo o perfil de desaceleração observado desde meados do ano anterior. Esta evolução reflete o comportamento tanto da componente de bens como da componente de serviços (Gráfico 6.11). Refira-se em particular a queda das exportações de bens energéticos na primeira metade do ano, assim como das exportações de serviços não ligados ao turismo.

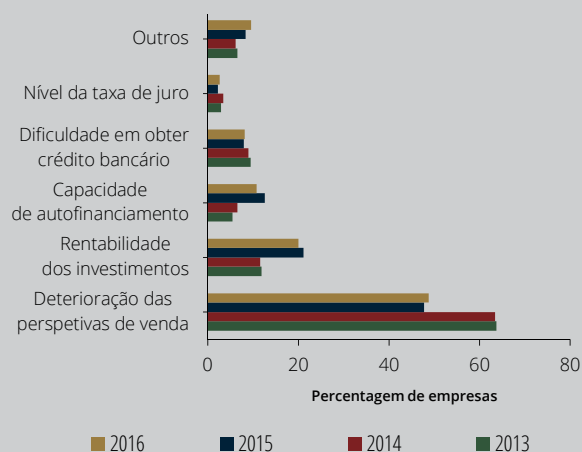
No primeiro semestre de 2016, as exportações de bens apresentaram um crescimento em volume de 2,7 por cento, em termos homólogos (6,3 por cento no conjunto de 2015). O menor dinamismo das exportações de bens foi determinado

Gráfico 6.9 • Evolução da FBCF em alguns países da área do euro | Índice 2008 T1=100



Fontes: Eurostat e INE.

Gráfico 6.10 • Principal fator limitativo ao investimento | Em percentagem das empresas que afirmam ter limitações ao investimento



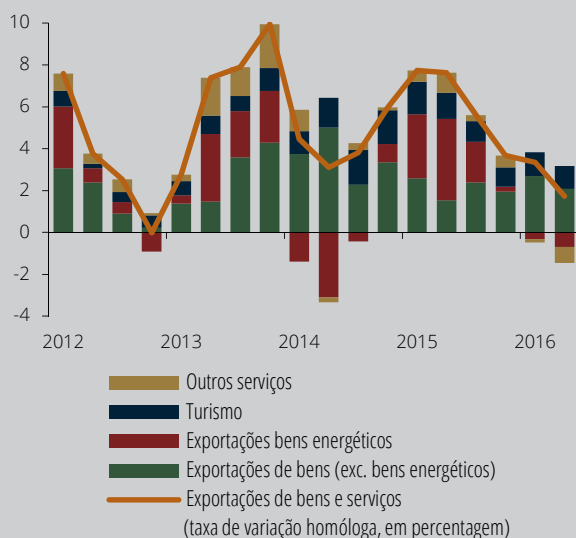
Fonte: INE.

pela redução das exportações de bens energéticos. No primeiro semestre de 2016, as exportações de bens energéticos registaram uma queda em termos reais de 6,8 por cento, após um crescimento de 40,3 por cento no conjunto de 2015. Excluindo os bens energéticos, as exportações de bens registaram um crescimento de 3,8 por cento (3,3 por cento no conjunto de 2015). A manutenção de um crescimento robusto das exportações portuguesas no futuro continuará a depender fortemente da dinâmica exportadora das empresas com menor antiguidade, cujo contributo foi relativamente menos acentuado nos últimos anos em que existe evidência disponível (ver o Tema em Destaque apresentado neste Boletim “Empresas portuguesas participantes no comércio internacional: alguns factos sobre idade, preços e mercados”).

Tal como nos últimos anos, o deflator das exportações de bens registou uma queda no primeiro semestre de 2016 (-4,5 por cento em termos homólogos), sendo menos pronunciada

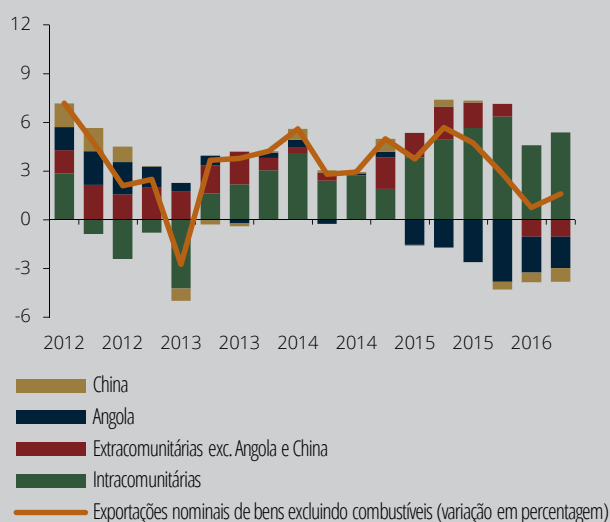
excluindo as exportações de combustíveis (-2,6 por cento). Neste contexto, refira-se que, quando avaliadas em termos nominais, as exportações de bens na primeira metade de 2016 registaram uma queda em termos homólogos de 1,8 por cento, refletindo em grande medida a manutenção da trajetória de redução das exportações para mercados extracomunitários, com destaque para Angola e China (Gráfico 6.12)⁵⁰. O contributo das exportações para Angola e China para o crescimento das exportações nominais de bens no primeiro semestre de 2016 situou-se em -1,9 p.p. e -0,7 p.p., respetivamente, correspondente a quedas em termos homólogos de 44,5 e 36,4 por cento. Por produtos, para além da forte redução das vendas de combustíveis, destaca-se a queda em termos homólogos das exportações de automóveis de passageiros, em particular para a Alemanha. Esta evolução reflete em larga medida o encerramento, com um carácter não permanente, de unidades de produção destes bens no primeiro semestre de 2016. Em sentido contrário, sublinhe-se a

Gráfico 6.11 • Contributos para a variação real das exportações de bens e serviços | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais; valores trimestrais



Fonte: INE (Comércio Internacional).

Gráfico 6.12 • Contributos dos principais mercados para a variação das exportações nominais de bens excluindo combustíveis | Taxa de variação homóloga, em percentagem, e contributos, em pontos percentuais; valores trimestrais



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

manutenção do dinamismo das exportações de vestuário e calçado.

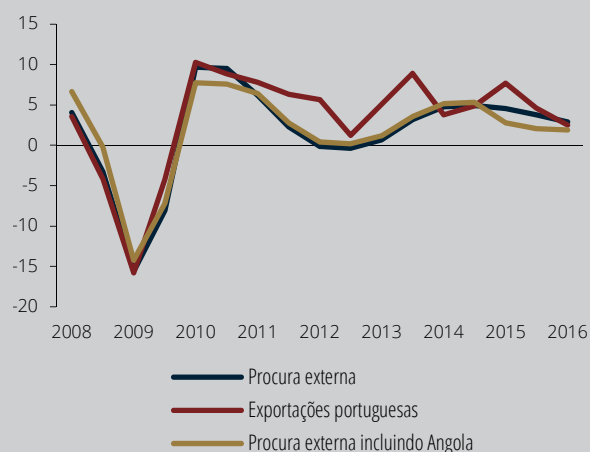
As exportações de serviços registaram um crescimento em volume de 2,1 por cento no primeiro semestre face ao semestre homólogo de 2015 (5,7 por cento no conjunto de 2015). A perda de dinamismo das exportações de serviços reflete a evolução das exportações de serviços não ligados ao turismo. Na primeira metade do ano, esta componente registou uma queda em volume de 2,7 por cento face ao primeiro semestre de 2015, para o que contribuiu em larga medida a redução das exportações de serviços de transporte aéreo de passageiros e de outros serviços prestados pelas empresas.

Em sentido contrário, é de destacar a manutenção do dinamismo elevado das exportações de serviços de turismo, com um crescimento em volume de 8,3 por cento no primeiro semestre de 2016 face ao semestre homólogo de 2015. A evolução das exportações de turismo é consistente com o crescimento das receitas nominais

de turismo, que registaram um aumento de 9,2 por cento no primeiro semestre de 2016, em termos homólogos, e com o elevado dinamismo do número de dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros nacionais. No primeiro semestre de 2016, este último indicador apresentou um crescimento de 12,4 por cento (7,1 por cento no conjunto de 2015).

O crescimento em volume das exportações de bens e serviços no primeiro semestre de 2016 foi inferior ao crescimento do indicador de procura externa habitualmente utilizado pelo Banco de Portugal, calculado com base na informação utilizada no âmbito do Eurosistema (Gráfico 6.13). Sublinhe-se que este indicador não reflete a importância relativa do comércio externo com Angola no caso da economia portuguesa. Uma estimativa da procura externa tendo em conta o peso efetivo de Angola e a evolução das suas importações revela um menor crescimento da procura externa dirigida a Portugal no período mais recente, implicando um ligeiro ganho de quota no primeiro semestre de 2016.

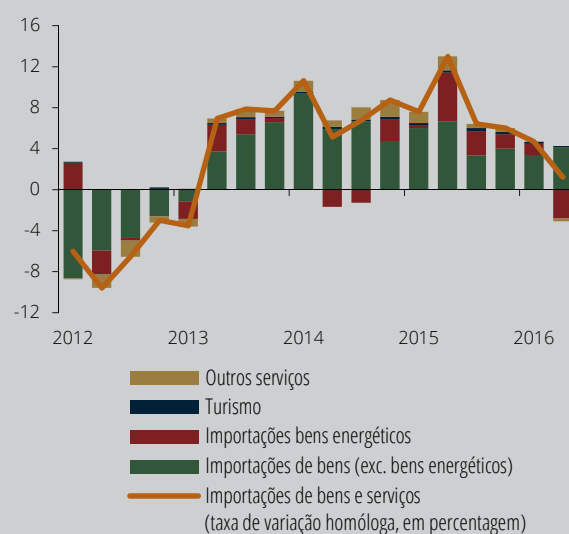
Gráfico 6.13 • Exportações de bens e serviços e procura externa | Valores semestrais; taxa de variação homóloga, em percentagem



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

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. São utilizadas as projeções do FMI (*Word Economic Outlook*) para o crescimento das importações em volume de Angola em 2016.

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



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Desaceleração das importações de bens e serviços no primeiro semestre, com destaque para a queda acentuada das importações de bens energéticos

No primeiro semestre de 2016, as importações de bens e serviços apresentaram um crescimento em volume de 2,9 por cento (8,2 por cento no conjunto de 2015). Esta evolução traduz a desaceleração, quer das importações de bens, quer das importações de serviços (Gráfico 6.14). No primeiro semestre de 2016, as importações de bens registaram um crescimento em termos homólogos de 3,3 por cento (8,5 por cento no conjunto de 2015), enquanto as importações de serviços aumentaram 0,4 por cento (6,7 por cento no conjunto de 2014). O crescimento das importações de bens e serviços continuou a ser superior ao da procura global ponderada por conteúdos importados, determinando um novo aumento da taxa de penetração das importações, embora menos expressivo do que o observado nos anos mais recentes.

Na primeira metade de 2016, há a destacar a queda acentuada das importações de bens energéticos em termos homólogos (6,3 por cento), após o forte crescimento observado em 2015. Excluindo os bens energéticos, as importações de bens registaram um crescimento de 5,3 por cento no primeiro semestre de 2016.

Prosseguindo a trajetória observada desde o início de 2013, o deflator das importações de bens voltou a registar uma queda no primeiro semestre de 2016 (-4,5 por cento em termos homólogos), sendo esta menos significativa quando excluídas as exportações de combustíveis (-2,6 por cento). Em termos nominais, as importações de bens registaram uma queda no primeiro semestre de 2016 de 1,4 por cento em termos homólogos. Por produtos, para além da forte redução das compras de combustíveis, destaca-se a queda em termos homólogos das importações de metais comuns e de produtos químicos⁵¹. Tal como nas exportações, o menor

dinamismo das importações de bens foi particularmente marcado nos mercados extracomunitários. No primeiro semestre de 2016, as importações de bens provenientes destes países registaram uma redução em termos nominais de 8,8 por cento relativamente ao semestre homólogo de 2015, com destaque para a queda de 49,6 por cento das importações com origem em Angola.

A perda de dinamismo das importações de serviços na primeira metade de 2016 reflete a evolução da componente relativa a serviços não ligados ao turismo. Em termos nominais, as importações de serviços não turísticos registaram uma queda de 1,6 por cento no primeiro semestre de 2016 face ao período homólogo de 2015. É de destacar, em particular, a redução das importações de serviços de transporte marítimo de carga e de transporte aéreo de passageiros. Em sentido contrário, regista-se a manutenção do dinamismo das importações de serviços de turismo.

Caixa 6.1 | Evidência microeconómica das decisões de investimento das empresas

De modo a compreender melhor a recuperação lenta do investimento privado observada nos últimos anos, pode ser útil olhar com detalhe para os microdados do Inquérito ao Investimento do INE, realizado no período de 2010-2015⁵². O inquérito abrange 4113 empresas, das quais 1499 responderam em todos os semestres⁵³. O investimento é definido como a formação bruta de capital fixo e consiste principalmente em ativos fixos tangíveis e intangíveis, excluindo outras formas possíveis de investimento, tais como investimento em manutenção e em ativos financeiros.

Dada a elevada representação de médias e grandes empresas na amostra, os resultados são necessariamente enviesados. Enquanto as grandes e médias empresas constituem 55 por cento da amostra, estas empresas constituem apenas 2,4 por cento das empresas que reportaram à IES⁵⁴ no mesmo período. Consequentemente, no Inquérito ao Investimento, em média cerca de 80 por cento das empresas inquiridas respondem que investem em cada ano, o que compara com 6 por cento no total das empresas que reportam anualmente à IES (sublinhe-se, não obstante, que existem diferenças importantes entre o conceito de investimento nos dois inquéritos, bem como nos requisitos de reporte à IES, que são menos exigentes para empresas pequenas). Apesar deste enviesamento na amostra do inquérito, as correlações abaixo descritas permitem retirar conclusões importantes sobre as decisões de investimento das empresas. Adicionalmente, dado que a maior parte do investimento é realizado pelas grandes empresas na economia⁵⁵, estes resultados podem ajudar a perceber melhor a dinâmica agregada do investimento.

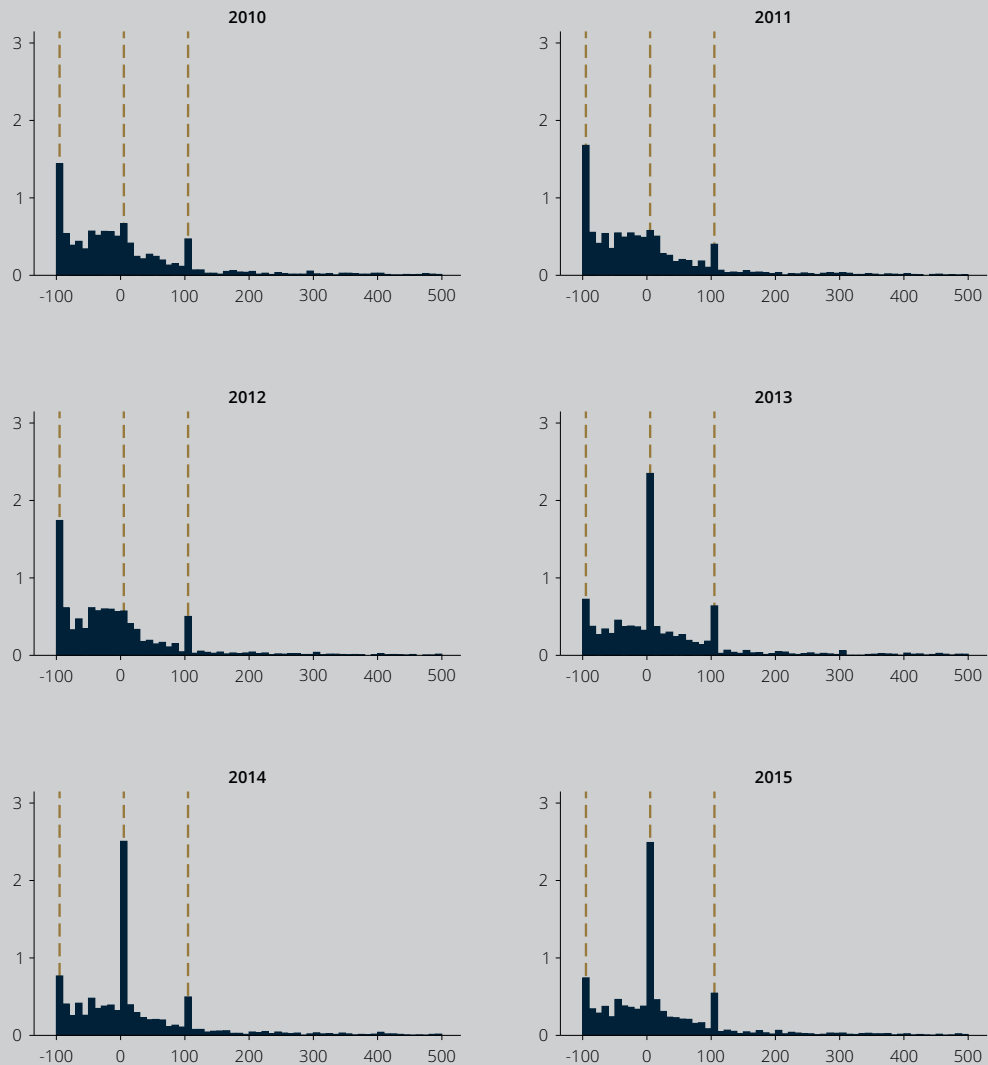
No gráfico 1 observamos a variação do investimento reportado no inquérito de forma granular. Observa-se que a massa em torno de zero tem aumentado substancialmente desde 2013. Esta tendência observa-se na amostra como um todo e é particularmente marcada no caso das micro e pequenas empresas, em que 45,1 por cento e 32,9 por cento de empresas, respetivamente, reportam que não tiveram alterações nos níveis de investimento entre 2013 e 2015. Isto implica que as empresas estão a manter o investimento bruto ao nível de 2011-2012, um período em que o investimento sofreu uma queda acentuada, num contexto macroeconómico de recessão.

O inquérito inclui perguntas de carácter qualitativo que permitem caracterizar as razões destas dinâmicas no investimento. Para perceber melhor porque é que algumas empresas investem enquanto outras não o fazem, estimou-se a probabilidade de uma empresa investir num determinado ano usando um modelo *logit* incluindo efeitos fixos para a dimensão da empresa, para a indústria, e para o ano. A análise foi realizada para toda a amostra, no período 2010-2015, bem como para as subamostras de grandes, médias, e pequenas empresas. A base de dados conjuga informação anonimizada do Inquérito ao Investimento e os dados da IES, disponibilizados conjuntamente pelo INE. Os efeitos marginais estimados apresentam-se no quadro 1⁵⁶.

Observa-se, em primeiro lugar, que as decisões de investimento persistem ao longo do tempo. Deste modo, uma empresa que investiu no ano anterior tem uma probabilidade mais alta de investir no ano corrente. Da informação quantitativa baseada na IES, observa-se que as empresas com rendimento mais alto e com mais ativos fixos (que podem ser um indicador de investimento prévio) têm maior probabilidade de investir. Há também alguma evidência de que as empresas com maior nível de endividamento têm menor probabilidade de investir. Em parte, o facto de esta variável não ser estatisticamente significativa pode dever-se ao enviesamento da amostra, uma vez que as grandes empresas deverão estar menos afetadas por um problema de endividamento excessivo.

Da informação qualitativa incluída no inquérito⁵⁷, observa-se que as empresas que referem como limitação ao investimento a dificuldade em obter crédito bancário têm uma menor probabilidade de investir, apesar de este efeito ser apenas significativo para as grandes empresas. As médias empresas que referem limitações relacionadas com o mercado de capitais têm uma menor probabilidade de investir, sendo que estas empresas são também o único grupo para o qual o nível de capitalização tem um efeito positivo e estatisticamente significativo na probabilidade de investir. Cerca de 60 por cento das empresas inquiridas em cada ano referem que a deterioração das perspetivas de vendas é uma limitação ao investimento. Contudo, na análise desta caixa essa perceção não é estatisticamente significativa para explicar a decisão de investimento, exceto para as pequenas empresas.

Gráfico 1 • Evolução da distribuição das empresas de acordo com a taxa de variação (em percentagem) do investimento | Densidade



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Para algumas limitações referidas pelas empresas, como a dificuldade em encontrar pessoal qualificado e o nível da taxa de juro, observa-se um efeito marginal positivo no investimento. Como estas questões se referem a características específicas de um projeto de investimento, uma empresa que refere estas limitações pode estar a indicar que está a considerar seriamente concretizar o projeto, tendo por isso *a priori* uma maior probabilidade de investir, o que pode justificar o coeficiente positivo. Também é importante notar que a indicação destas limitações tem uma natureza subjetiva: se uma empresa tem a perceção de que o nível da taxa de juro limita os seus planos de investimento, tal não implica que enfrente uma taxa de juro objetivamente alta, dadas as condições de mercado e a própria situação da empresa.

Quadro 1 • Efeitos marginais na probabilidade de investir

	Todas		Grandes		Médias		Pequenas e Micro	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
A empresa investiu em t-1	0.241***	0.201***	0.139***	0.123***	0.193***	0.150***	0.348***	0.298***
EBITDA, t-1,	0.185***	0.142***	0.104**	0.098**	0.130***	0.090**	0.324***	0.251**
Ativos fixos, t-1	0.079***	0.088***	0.066*	0.065*	0.052*	0.041	0.054	0.089**
Divida, t-1	-0.025	-0.034*	-0.022	-0.023	0.012	0.010	-0.038	-0.056
Capital, t-1	0.015	-0.002	-0.010	-0.017	0.052	0.054*	0.057	0.009
Capital corrente, t-1	0.012	0.024	-0.002	0.004	-0.015	-0.021	0.017	0.046
Limitação: utilização insuficiente da capacidade de produção	0.006		0.025		0.002		0.000	
Limitação: deterioração das perspectivas de vendas	-0.007		-0.004		0.011		-0.029**	
Limitação: dificuldade em encontrar pessoal qualificado	0.069***		0.041		0.048		0.122***	
Limitação: nível da taxa de juro	0.031***		0.044**		0.008		0.052**	
Limitação: incerteza sobre a rentabilidade dos investimentos	0.012		0.009		0.013		0.010	
Limitação: capacidade de autofinanciamento	0.021**		0.009		0.001		0.056***	
Limitação: dificuldade na obtenção de crédito bancário	-0.022**		-0.039***		-0.010		-0.011	
Limitação: mercado de capitais	-0.016		0.051		-0.066*		-0.023	
Determinante: procura		-0.011***		-0.006	-0.026***	-0.007*		-0.020***
Determinante: lucro e recursos financeiros		-0.007**		-0.001	-0.012***	-0.007		-0.009
Determinante: fatores técnicos		-0.021***		-0.011***	-0.040***	-0.017***		-0.030***
Observações	10,080	9,831	2,549	2,471	3,317	3,239	3,961	3,876
Pseudo-R2	0,3609	0,4043	0.436	0.457	0.348	0.402	0.254	0.299

Nota: *, **, *** significa que os efeitos são estatisticamente significativos a 10,5 e 1 por cento de significância respetivamente.

O inquérito ao investimento também questiona as empresas sobre três grupos de fatores que podem influenciar o investimento. Estes fatores relacionam-se com a procura (incluindo aspetos como a taxa de utilização do capital e as perspetivas de venda), com os recursos financeiros e o lucro esperado (tais como a disponibilidade de recursos e as oportunidades de investimento, bem como o retorno do investimento) e fatores técnicos (desenvolvimento e condições tecnológicas, disponibilidade de pessoal). As empresas respondem numa escala de um a cinco, de “muito estimulante” (1) a “muito limitativo” (5). Quando se incluem estas variáveis nas regressões, observa-se que quando o grau de limitação aumenta, a probabilidade de investir diminui. Desagregando por dimensão de empresa, observa-se que os fatores técnicos são muito relevantes para todos os segmentos. Por fim, a procura não é estatisticamente significativa no caso das grandes empresas, mas é marginalmente relevante para as médias empresas e muito relevante para as pequenas empresas.

Em suma, os rácios financeiros e contabilísticos parecem explicar melhor a dinâmica de investimento do que as respostas qualitativas ao inquérito. Os fatores principais que condicionam a capacidade de investir das empresas estão associados com fatores técnicos e também com as perspetivas da procura.

7. Preços

Estabilização da taxa de inflação no primeiro semestre de 2016, num contexto de inflação virtualmente nula na área do euro

No primeiro semestre de 2016, a taxa de inflação homóloga em Portugal, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se em 0,5 por cento (Quadro 7.1). Este valor representa uma virtual estabilização da taxa de inflação face ao ano transato, depois do aumento registado de 2014 para 2015. As pressões inflacionistas mantêm-se reduzidas, quer a nível interno – devido às baixas pressões salariais – quer a nível externo – devido à estabilização do preço do petróleo e à queda dos preços de importação. Na área do euro, a taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC tem-se mantido igualmente estável desde o primeiro semestre de 2015, em torno de um valor virtualmente nulo.

Manteve-se assim no primeiro semestre o diferencial positivo na taxa de inflação homóloga de Portugal face à registada na área do euro, fenómeno que se tem vindo a verificar desde o início do ano transato (Gráfico 7.1). Este diferencial deve-se fundamentalmente à componente de bens energéticos, com um contributo de quase 0,5 pontos percentuais (Gráfico 7.2). Enquanto em Portugal os bens energéticos registaram uma diminuição homóloga de preço de aproximadamente 3,3 por cento no primeiro semestre de 2016, na área do euro essa queda foi de 7,6 por cento. A componente de serviços registou igualmente um contributo positivo para o referido diferencial. Em sentido oposto, os bens industriais não energéticos registaram uma variação de preço em Portugal inferior à da área do euro, inserindo-se num quadro de recuperação de competitividade da economia nacional no sector dos bens transacionáveis, embora em menor grau quando comparada com anos anteriores.

Quadro 7.1 • IHPC – Principais agregados | Em percentagem

	Pesos	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga							
		2015	2013	2014	2015	15 S1	15 S2	16 S1	15 T3	15 T4	16 T1	16 T2
Total	100,0	0,4	-0,2	0,5	0,4	0,6	0,5	0,8	0,5	0,4	0,5	
Total excluindo energéticos	91,9	0,6	0,0	0,8	0,7	1,0	0,8	1,1	0,9	0,8	0,9	
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	81,5	0,4	0,2	0,7	0,6	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	
Bens	57,2	0,0	-1,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,3	0,3	-0,1	-0,2	-0,3	
Alimentares	24,0	2,3	-0,7	1,5	1,3	1,7	0,5	2,2	1,1	0,4	0,6	
Não Transformados	10,4	2,6	-2,1	1,9	1,6	2,3	0,8	3,1	1,4	0,1	1,4	
Transformados	13,5	2,0	0,4	1,2	1,2	1,2	0,3	1,5	0,9	0,5	0,1	
Industriais	33,3	-1,5	-1,4	-1,3	-1,5	-1,1	-0,9	-1,2	-1,0	-0,7	-1,1	
Não Energéticos	25,2	-1,5	-1,4	-0,7	-1,0	-0,5	0,0	-0,6	-0,4	0,2	-0,2	
Energéticos	8,1	-0,7	-1,5	-3,7	-3,9	-3,5	-3,3	-3,7	-3,3	-3,0	-3,6	
Serviços	42,8	1,1	1,1	1,4	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4	1,7	
<i>Por memória:</i>												
Contributo dos preços sujeitos a regulação (em p.p.)	-	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	
Contributo dos impostos (em p.p.)	-	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	
IPC	-	0,3	-0,3	0,5	0,3	0,7	0,5	0,8	0,6	0,5	0,5	
IHPC – Área do euro	-	1,4	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,1	

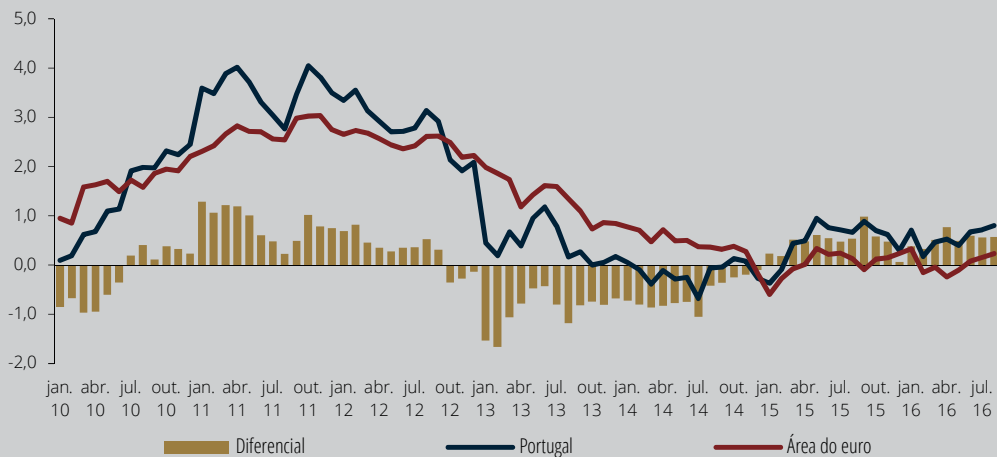
Fontes: Eurostat e INE.

Taxa de inflação fortemente alicerçada nos preços dos serviços

Os preços dos serviços registaram uma taxa de variação homóloga de 1,5 por cento no primeiro semestre de 2016, o que corresponde a uma ligeira trajetória ascendente face ao ano transato e a um contributo de 0,7 pontos percentuais para a taxa de inflação (Gráfico 7.3). Para este aumento de preço contribuíram fundamentalmente os

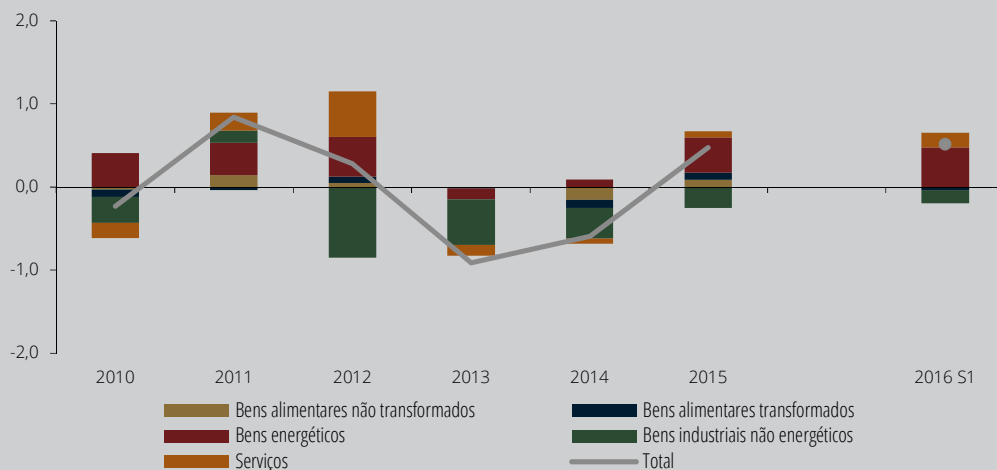
serviços de alojamento (0,4 pontos percentuais) e os serviços financeiros (0,3 pontos percentuais), em linha com a dinâmica observada desde meados de 2014. Estas evoluções inserem-se num quadro de crescente dinamismo do sector do turismo e de um aumento sustentado do preço dos serviços bancários. É igualmente de destacar, embora em menor escala, o contributo dos restaurantes e cafés (0,2 pontos percentuais) e dos serviços telefónicos e de telecópia (0,2 pontos percentuais).

Gráfico 7.1 •
Inflação em Portugal e na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: Eurostat e INE.

Gráfico 7.2 •
Contributos para o diferencial de inflação entre Portugal e área do euro | Em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e INE.

Preços dos bens energéticos contribuem negativamente para a taxa de inflação, num contexto de forte queda dos preços do petróleo e de aumento do ISP

Os preços dos bens energéticos reduziram-se 3,3 por cento no primeiro semestre de 2016 face ao período homólogo, num contexto de forte queda do preço do petróleo, tendo

contribuído em -0,3 pontos percentuais para a taxa de inflação. Porém, à semelhança do ocorrido em 2015, esta redução situou-se novamente abaixo da ocorrida na área do euro.

A evolução do preço dos combustíveis antes de imposto refletiu em larga medida a diminuição do preço do petróleo, tendo a evolução do preço final sido sobretudo influenciada pelo aumento do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP), ocorrida em Fevereiro do ano corrente (Gráficos 7.4 e 7.5). Esta situação contrasta

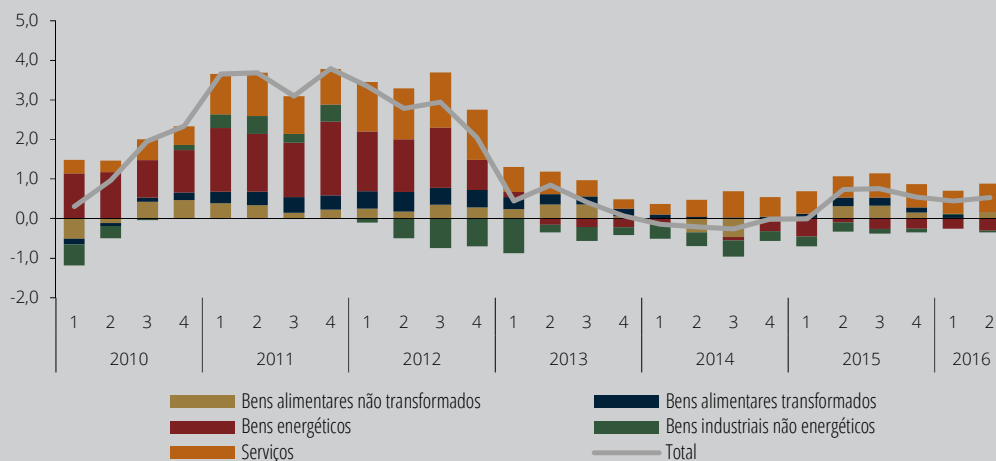
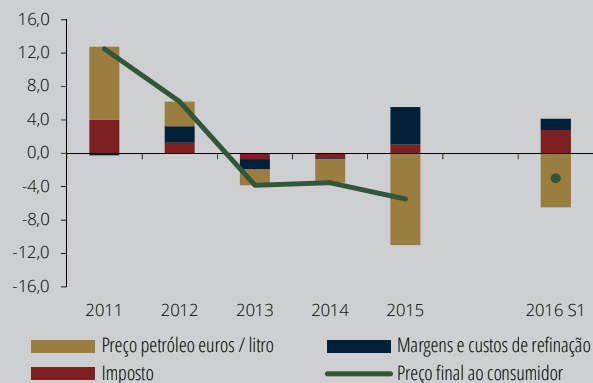


Gráfico 7.3 • Contributos para a taxa de variação homóloga do IHPC | Em pontos percentuais

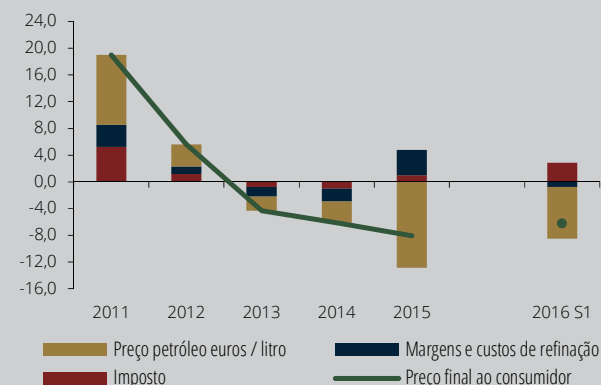
Fonte: INE.

Gráfico 7.4 • Contributos para a variação homóloga do preço da gasolina | Em pontos percentuais



Fontes: BCE e Direção Geral de Energia e Geologia.

Gráfico 7.5 • Contributos para a variação homóloga do preço do gasóleo | Em pontos percentuais



Fontes: BCE e Direção Geral de Energia e Geologia.

com a observada no ano anterior, onde a dinâmica apresentada pelo preço dos combustíveis refletia um aumento das margens de refinação. Entre o primeiro semestre de 2015 e o primeiro semestre de 2016, o contributo da tributação indireta para a evolução do preço dos bens energéticos situou-se em 2,3 pontos percentuais.

É de salientar ainda o contributo da eletricidade e do gás para a evolução do preço dos bens energéticos, em cerca de 0,9 e -0,9 pontos percentuais, respetivamente.

Reduzido contributo dos preços dos bens industriais não energéticos e dos bens alimentares para o aumento do IHPC

Os bens industriais não energéticos registaram uma variação de preço virtualmente nula no primeiro semestre de 2016, o que compara com variações de -1 e de -0,5 por cento nos primeiro e segundo semestres de 2015, respetivamente.

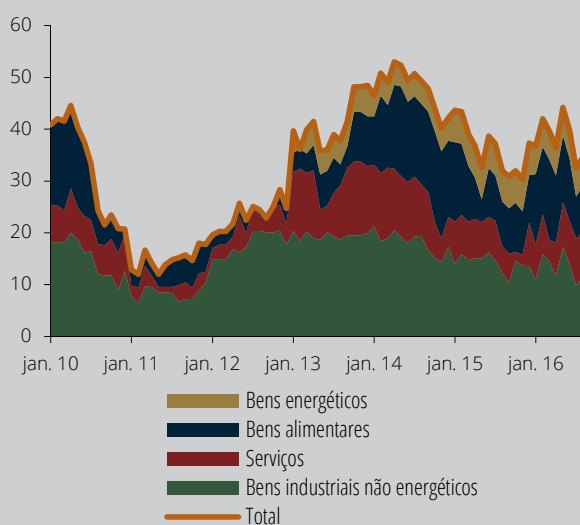
Esta evolução confirma a tendência de atenuação na queda de preços desta componente que se vem registando desde 2012.

O preço dos bens alimentares transformados registou uma taxa de variação homóloga de 0,3 por cento, o que corresponde a uma diminuição de 0,9 pontos percentuais face a 2015. Esta evolução é em larga medida influenciada pelo tabaco, cujo preço desacelerou, mesmo sem considerar os efeitos decorrentes do aumento da tributação. Por sua vez, o preço dos bens alimentares não transformados registou uma taxa de variação homóloga de 0,8 por cento no primeiro semestre de 2016, o que compara com 1,6 por cento e 2,3 por cento no primeiro e segundo semestres de 2015, respetivamente.

Estabilização do peso das componentes com variações de preço negativas

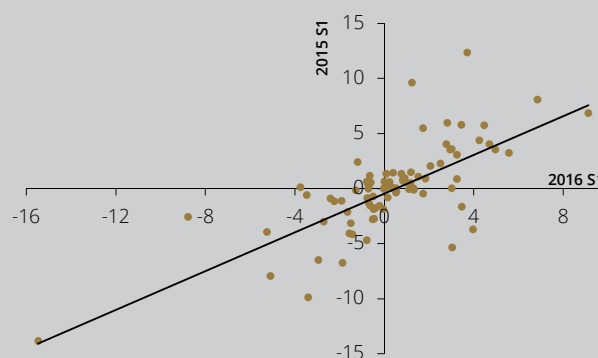
A estabilização da taxa de inflação refletiu uma estabilização do peso das componentes com

Gráfico 7.6 • Peso das subcomponentes do IHPC com taxa de variação negativa | Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.7 • Dispersão das taxas de variação homóloga do preço das subcomponentes do IHPC | Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

variações de preço negativas em torno dos 39 por cento no primeiro semestre de 2016, valor idêntico ao registado no semestre homólogo (Gráfico 7.6). O maior contributo para este valor advém dos bens industriais não energéticos (13,5 pontos percentuais) e dos bens alimentares (12,5 pontos percentuais). As variações homólogas de preço negativas ocorridas no primeiro semestre de 2016 tenderam a concentrar-se nas mesmas sub-componentes que haviam registado variações homólogas de preço negativas no primeiro semestre de 2015 (Gráfico 7.7), situando-se a correlação entre as taxas de variação de preço nestes dois períodos em torno de 60 por cento.

relativamente estáveis em torno de 0,6 por cento ao longo do primeiro semestre de 2016, em linha com a inflação média observada (Gráfico 7.8). Esta evolução contrasta com as sucessivas revisões em alta das expectativas de inflação observadas em 2015, depois de um período, entre 2012 e 2015, maioritariamente caracterizado por revisões em baixa. Também as expectativas de inflação para o ano seguinte se mantiveram relativamente estáveis ao longo do primeiro semestre de 2016, em torno de 1,2 por cento, estando desta forma implícita uma expectativa de aceleração dos preços entre 2016 e 2017 (Gráfico 7.9).

Expectativas de inflação estáveis ao longo do primeiro semestre de 2016 e expectativa de aceleração de preços entre 2016 e 2017

As expectativas de inflação divulgadas pelo *Consensus Economics* para o ano corrente mantiveram-se

Aceleração do deflator do PIB superior à do IHPC, num contexto de melhoria dos termos de troca

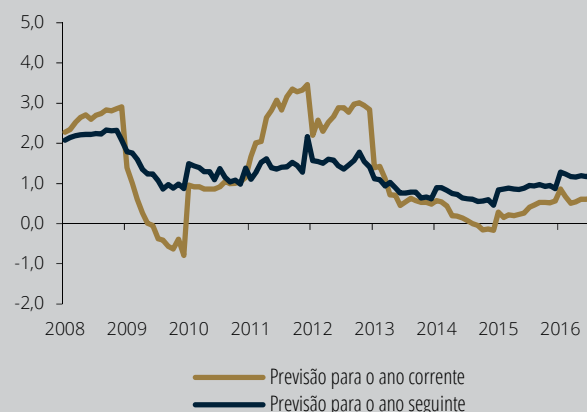
No primeiro semestre de 2016 o deflator do PIB continuou a registar uma taxa de variação homóloga superior à do IHPC, fenómeno que

Gráfico 7.8 • Expectativas de inflação e inflação observada | Em percentagem



Fontes: *Consensus Economics* e INE.

Gráfico 7.9 • Expectativas de inflação para o ano corrente e para o ano seguinte | Em percentagem

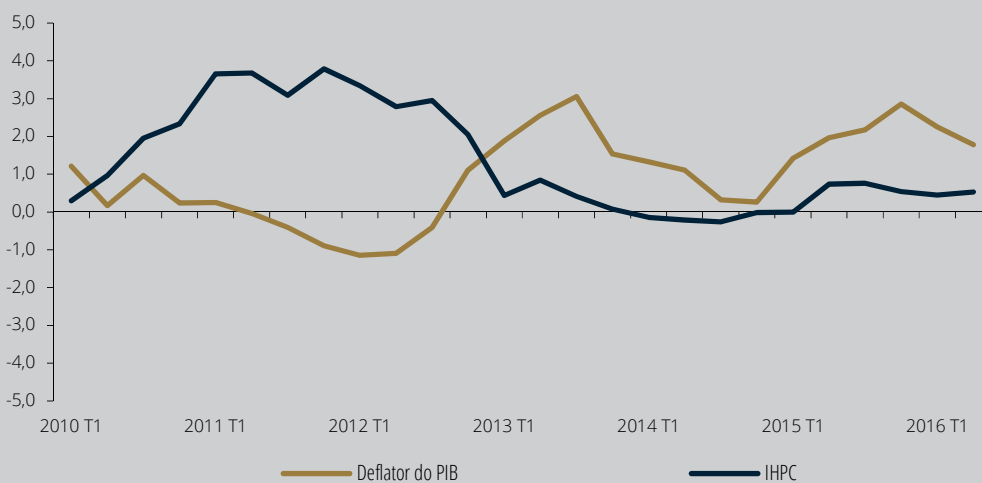


Fonte: *Consensus Economics*.

teve início na segunda metade de 2012 (Gráfico 7.10). Uma vez que Portugal é um importador líquido de bens energéticos, a diminuição do preço do petróleo que se tem verificado nos últimos anos traduz-se num efeito de termos de troca positivo. Este facto reflete-se nas

diferentes evoluções apresentadas pelo IHPC e pelo deflator do PIB, dado que o primeiro é afetado diretamente pela evolução dos preços das importações, enquanto o segundo repercute apenas a dinâmica dos preços dos bens produzidos internamente.

Gráfico 7.10 •
Taxa de variação
homóloga do
IHPC e do
deflator do PIB
| Em percentagem



Fonte: INE.

8. Balança de Pagamentos

Aumento das necessidades de financiamento da economia portuguesa na primeira metade de 2016

No primeiro semestre de 2016, a economia portuguesa apresentou uma necessidade de financiamento, medida pelo défice conjunto da balança corrente e de capital, de 1,0 por cento do PIB. Este valor representa uma redução de quase 1 ponto percentual comparativamente ao semestre homólogo, no qual a economia portuguesa apresentou uma necessidade de financiamento virtualmente nula. No conjunto do ano de 2015, a economia portuguesa apresentou uma capacidade de financiamento de 1,7 por cento do PIB.

O aumento das necessidades de financiamento da economia portuguesa no primeiro semestre de 2016 relativamente ao período homólogo reflete em larga medida a evolução da balança

de rendimento primário e da balança de capital (Gráfico 8.1). O agravamento do défice da balança de rendimento primário deve-se principalmente ao acréscimo de lucros resultante do aumento da rentabilidade do investimento direto estrangeiro em Portugal. A redução do saldo da balança de capital é consequência da menor atribuição de fundos comunitários aos beneficiários finais, que poderá estar relacionada com a transição entre quadros comunitários. O saldo da balança de rendimento secundário registou igualmente uma diminuição, embora em menor escala, derivada da redução das remessas dos emigrantes e de outras transferências correntes. Em sentido oposto, o saldo da balança de bens e serviços apresentou uma ligeira melhoria, em larga medida induzida pela diminuição do défice da balança de bens. Esta evolução assenta fundamentalmente numa melhoria dos termos de troca uma vez que o contributo das exportações líquidas em termos de volume foi negativa (Gráfico 8.2).

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

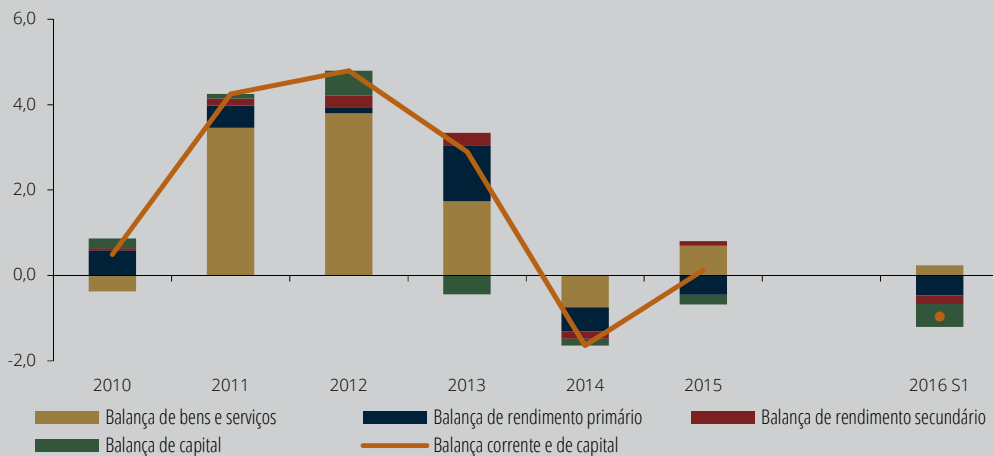
	2012	2013	2014	2015	2015 S1	2016 S1
Balança corrente e balança de capital	0,3	3,2	1,5	1,7	-0,1	-1,0
Balança corrente	-1,8	1,5	0,1	0,4	-1,3	-1,7
Balança de bens e serviços	0,1	1,9	1,1	1,8	0,9	1,1
Bens	-5,5	-4,7	-5,5	-5,1	-4,9	-4,5
Serviços	5,6	6,6	6,6	6,9	5,8	5,6
<i>dos quais:</i>						
Viagens e turismo	3,4	3,6	4,1	4,4	3,2	3,5
Balança de rendimento primário	-2,5	-1,2	-1,8	-2,3	-2,7	-3,2
Balança de rendimento secundário	0,6	0,9	0,7	0,8	0,6	0,4
<i>do qual:</i>						
Remessas de emigrantes / imigrantes	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,3
Balança de capital	2,1	1,6	1,5	1,2	1,2	0,7

Fontes: INE e Banco de Portugal.

No ano terminado no primeiro semestre de 2016, a capacidade de financiamento da economia portuguesa manteve-se inalterada face a 2015, em 0,9 por cento do PIB (Gráfico 8.3). Este valor, à semelhança de anos anteriores, reflete o desempenho favorável no segundo semestre, que contrabalança a deterioração registada ao longo do primeiro semestre. Não obstante, comparando o ano de 2015 com o ano terminado no primeiro semestre de 2016, observa-se uma ligeira queda do investimento

total, de 0,4 pontos percentuais, compensada por uma redução das transferências líquidas de capital, num contexto de virtual estabilização da poupança interna. Neste período, as administrações públicas reduziram a sua necessidade de financiamento em aproximadamente 1 ponto percentual, por contrapartida fundamentalmente das sociedades financeiras e das sociedades não financeiras, cuja capacidade de financiamento diminuiu em 0,8 pontos percentuais (Gráfico 8.4).

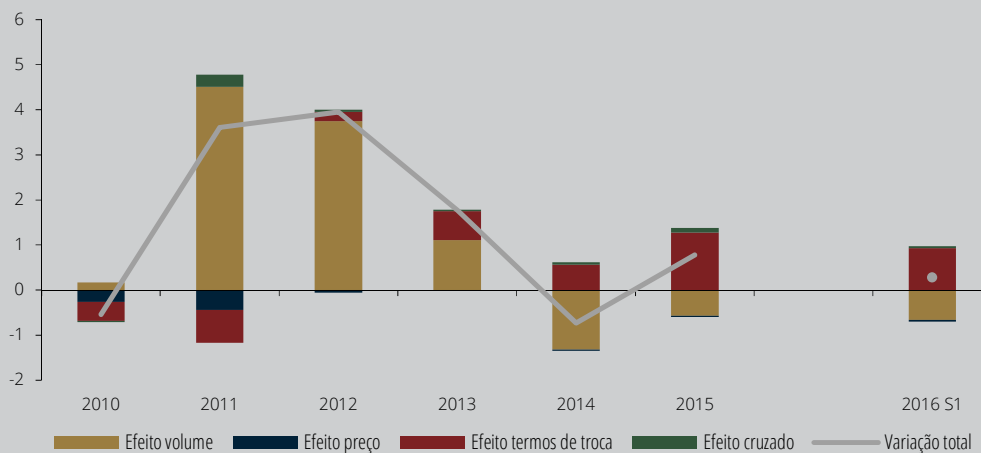
Gráfico 8.1 •
Decomposição da variação do saldo da balança corrente e de capital
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: A variação em 2016 S1 é face ao semestre homólogo.

Gráfico 8.2 •
Decomposição da variação do saldo da balança de bens e serviços
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: A variação em 2016 S1 é face ao semestre homólogo.

Entrada líquida de fluxos financeiros na primeira metade de 2016

O primeiro semestre de 2016 caracterizou-se por uma entrada líquida de fundos do exterior de 1,2 por cento do PIB, o que compara com uma entrada líquida de 0,2 por cento do PIB no primeiro semestre de 2015 e com uma saída líquida de 1,7 por cento para o conjunto do ano de 2015. Esta evolução é sustentada pelos saldos negativos das rubricas outro investimento e investimento direto, as quais suplantam o saldo positivo apresentado pela rubrica investimento de carteira (Gráfico 8.5).

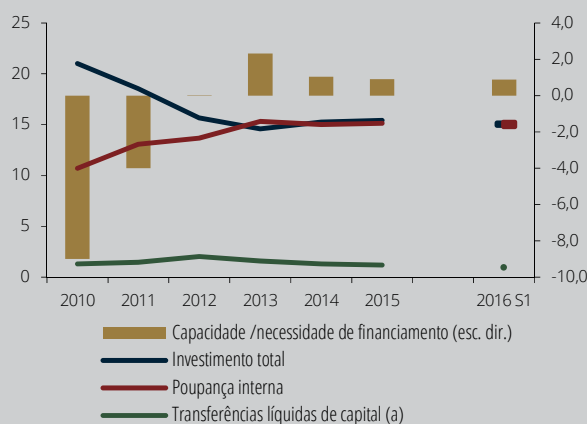
Numa perspetiva genérica, o saldo negativo relativo ao investimento direto é em larga medida explicado por aumentos de capital e contração de empréstimos de empresas residentes junto do investidor direto. Estas operações afetam sobretudo as sociedades não financeiras e, em menor escala, as instituições financeiras não monetárias. O saldo negativo da rubrica outro investimento deve-se sobretudo ao aumento

líquido dos depósitos bancários nas instituições financeiras monetárias residentes e ao aumento do passivo líquido do Banco Central, que mais do que compensou o reembolso parcial antecipado dos empréstimos obtidos junto do FMI no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Finalmente, o saldo positivo da rubrica investimento de carteira advém sobretudo da amortização de títulos de dívida pública detidos por não residentes, bem como de transações de títulos de dívida pública entre as Administrações Públicas e não residentes (Gráfico 8.6). É de destacar igualmente o desinvestimento líquido de não residentes em títulos de dívida de outras instituições financeiras monetárias residentes e o investimento destas mesmas instituições em títulos de dívida pública de outros países.

Ligeira melhoria da posição de investimento internacional, induzidas por variações de preço favoráveis

A posição de investimento internacional melhorou ao longo do primeiro semestre de 2016,

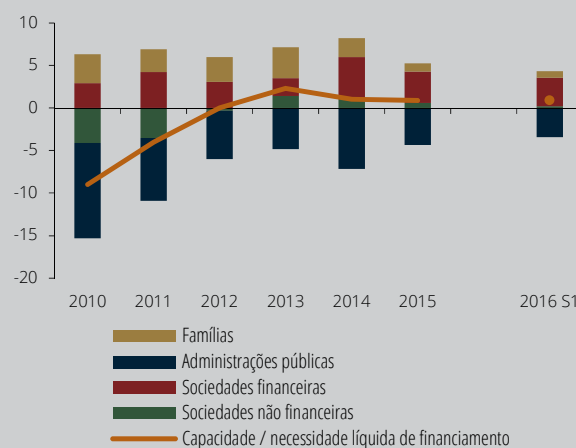
Gráfico 8.3 • Capacidade / necessidade de financiamento da economia | Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Notas: Os valores para 2016 S1 referem-se ao ano acabado no semestre.
(a) Inclui a aquisição líquida de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

Gráfico 8.4 • Capacidade / necessidade de financiamento da economia por setor institucional | Em percentagem do PIB



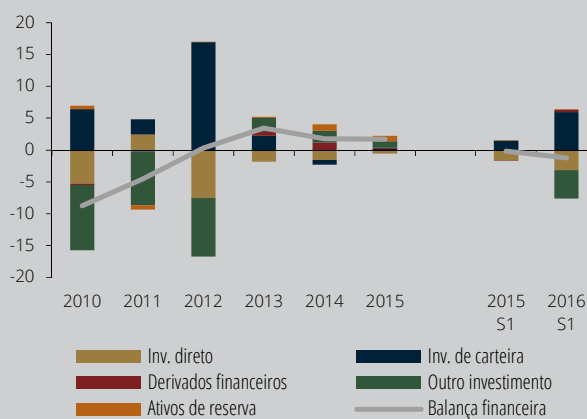
Fonte: INE.

Notas: Os valores para 2016 S1 referem-se ao ano acabado no semestre.

situando-se a posição líquida devedora da economia portuguesa face ao resto do mundo em 104,9 por cento do PIB, o que compara com 109,3 por cento em 2015. Esta melhoria deve-se sobretudo a variações de preço favoráveis

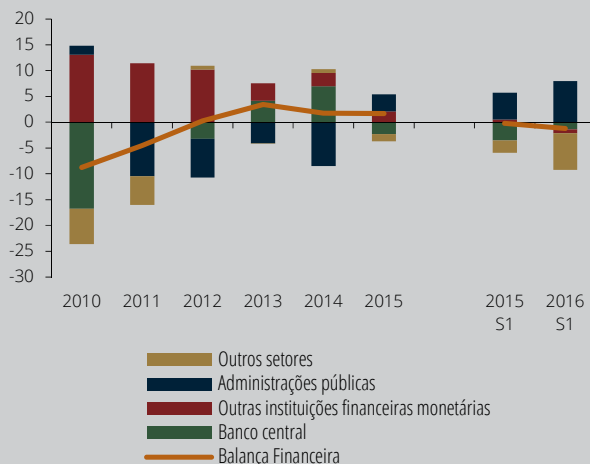
(Gráfico 8.7), afetando sobretudo as administrações públicas (Gráfico 8.8), devido à queda de preço dos títulos de dívida pública portuguesa detida por não residentes.

Gráfico 8.5 • Balança financeira – Saldo e variação líquida por instrumento | Em percentagem do PIB



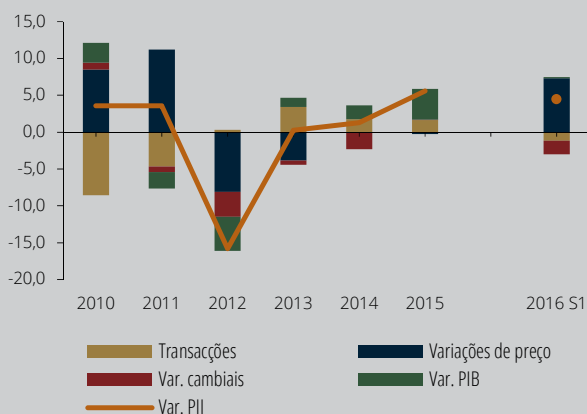
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 8.6 • Balança financeira – Saldo e variação líquida por sector institucional | Em percentagem do PIB



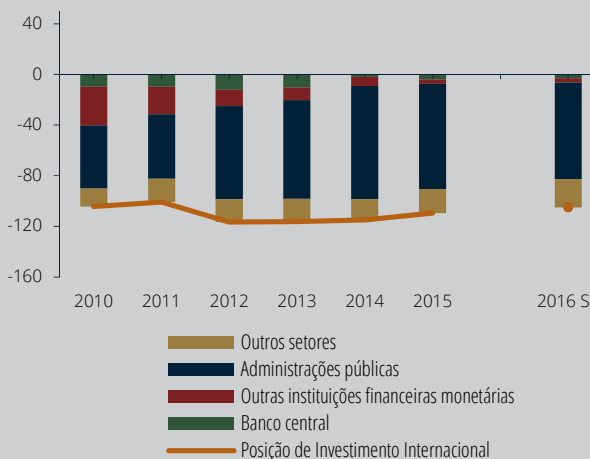
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 8.7 • Variação da posição de investimento internacional | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 8.8 • Posição de investimento internacional por sector institucional | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

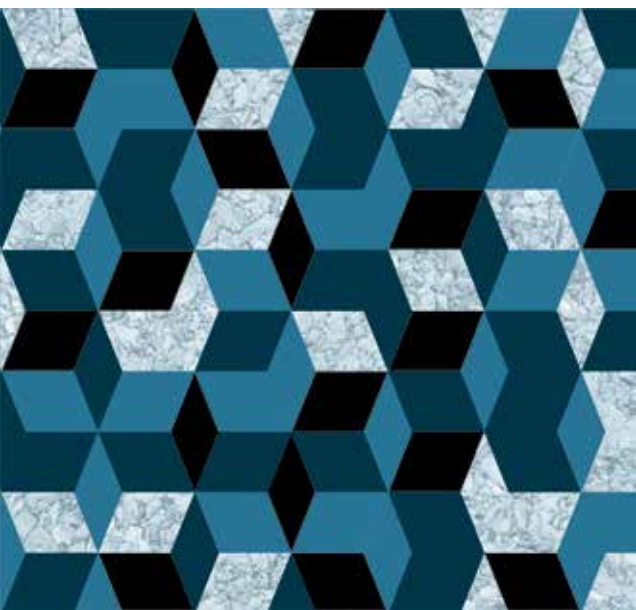
Notas

1. Note-se que Angola não está incluída no conjunto de países utilizados no âmbito do procedimento do Eurosistema para calcular a procura externa dirigida a cada país.
2. Esta reversão apresenta-se em diferente grau consoante o indicador. Segundo o indicador PMI, a confiança dos empresários na indústria e serviços em agosto reverteu completamente a deterioração verificada em julho. No indicador da Comissão Europeia, o sentimento dos agentes económicos no RU recuperou em agosto apenas parcialmente a queda de julho.
3. No *WEO October* 2016, o FMI reviu a projeção de crescimento do PIB em 2017 no RU em 1,1 p.p., para 1,1 por cento, e na área do euro em 0,1 p.p., para 1,5 por cento. No *Consensus Forecasts*, entre junho e agosto, as projeções para o crescimento económico em 2017 foram revistas em baixa em 1,5 p.p. no RU, para 0,6 por cento, e 0,4 p.p. na área do euro, para 1,2 por cento. O Banco de Inglaterra também reviu significativamente em baixa as projeções para o crescimento económico no RU, de 2,3 para 0,8 por cento em 2017, e de 2,3 para 1,8 por cento em 2018 (taxas de crescimento homólogas no quarto trimestre respetivo).
4. Por Direitos de Passaporte no setor financeiro na UE entende-se que uma empresa financeira residente no RU pode oferecer os seus serviços diretamente a qualquer empresa ou consumidor da UE, sem necessidade de estabelecerem empresas subsidiárias, requererem autorizações adicionais ou cumprirem regulamentação local.
5. Veja-se, por exemplo, Bank of England (2016), *Inflation Report August 2016*, Capítulo 3, Caixa “Factors affecting the prospects for long-term supply following the EU referendum”.
6. A saída do RU da UE poderá produzir efeitos por outros canais de transmissão económica, como a diminuição dos fluxos migratórios, implicações fiscais ou alterações ao nível da legislação, regulação ou da política económica, que deverão também sentir-se particularmente no RU, embora sendo qualitativamente menos evidentes. Quanto a possíveis alterações ao nível migratório, a provável limitação da entrada no RU de trabalhadores da restante UE poderá contribuir para reduzir a oferta de trabalho e o PIB potencial no RU, mas este efeito poderá ser contrabalançado por uma maior qualificação dos trabalhadores que migram para o RU. A nível fiscal, a possível diminuição da contribuição financeira do RU para a UE deverá ser tanto maior quanto menor o grau de integração entre as duas economias que resultar das negociações, sendo que o consequente cenário macroeconómico adverso teria implicações fiscais negativas. Os potenciais benefícios de alterações ao nível da legislação e da regulação poderão também ser atenuados pela necessidade de manter a proximidade com as regras do Mercado Único da UE e salvaguardar o respetivo acesso.
7. “Uma interpretação das baixas taxas de juro da dívida pública na área do euro”, Tema em destaque, *Boletim Económico* de dezembro de 2015. Uma atualização das estimativas apresentadas neste artigo sugere que, em agosto de 2016, as taxas de rendibilidade na generalidade dos países da área do euro se situavam entre 2,0 e 2,7 p.p. abaixo dos níveis consistentes com os respetivos fundamentos macroeconómicos, na ausência de risco de redenominação do euro (designados de *fair-yields*). No caso português, este diferencial situava-se em cerca de 2 p.p. em agosto de 2016.
8. *Evolução do Sistema Bancário Português – Desenvolvimentos Recentes* 2.º trimestre de 2016, Banco de Portugal.
9. *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito – Resultados para Portugal*, julho de 2016, Banco de Portugal.
10. *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, 2015, Banco de Portugal.
11. Os contratos de crédito conexo são celebrados com a mesma instituição junto da qual é contraído o crédito à habitação e garantidos por hipoteca que incide, total ou parcialmente, sobre o imóvel que também serve de garantia ao contrato de crédito à habitação.
12. Os depósitos transferíveis são suscetíveis de ser de imediato convertíveis em numerário ou facilmente transferíveis através de cheque, ordem de pagamento, cartão de débito ou similar, sem que exista qualquer restrição ou penalização significativa.
13. *Relatório de Estabilidade Financeira*, maio de 2016, Banco de Portugal.
14. *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, 2015, Banco de Portugal.
15. O crédito total a sociedades não financeiras inclui os empréstimos concedidos por bancos residentes, os empréstimos concedidos por não residentes, emissões de títulos de dívida (detidos por residentes e não residentes), os créditos comerciais (concedidos por residentes e não residentes), os empréstimos de particulares e os empréstimos do Tesouro, estes últimos relevantes no caso do crédito às empresas públicas.
16. *Survey on the access to financing of small and medium-sized enterprises in the euro area*.
17. Gattini e Hiebert (2010), “Forecasting and assessing euro area house prices through the lens of key fundamentals”, *Working Paper series no. 1249 (October)*, BCE.
18. A série do hpi é divulgada pelo INE desde 2008. Para fins de estimação, a série foi retropolada usando o Índice Confidencial Imobiliário e deflacionada pelo deflator do consumo privado.
19. Outros fundamentos foram testados, nomeadamente o *stock* real de habitação, a população ativa total e taxas de juro, porém a ausência de uma relação de cointegração entre os preços da habitação e estes fundamentos, ou a existência de coeficientes de regressão com sinal inesperado levou à sua exclusão.
20. ECB (2003), “Structural factors in the EU housing markets”, *European Central Bank Structural Issues Report (March)*.
21. Aplicando testes de raízes unitárias a vários determinantes macroeconómicos e ao índice de preços da habitação real, a hipótese nula de não estacionaridade não é rejeitada em nenhum dos casos. Para tal, foram realizados testes de Dickey-Fuller aumentados.
22. Para além disso, o modelo não exhibe autocorrelação nos resíduos, conforme sugerido pelo teste de Portmanteau até à ordem 4.
23. *Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho*, 2015, Banco de Portugal. Nesta caixa, a análise é realizada sem distinguir empréstimos à habitação de empréstimos conexos. Deste modo, por facilidade de exposição, a expressão “crédito à habitação” refere-se ao agregado que inclui o “crédito conexo”.

24. Para os reembolsos realizados entre 1 de janeiro de 2009 e 30 de setembro de 2010, os dados disponíveis não contêm informação sobre o motivo que originou o reembolso.
25. Nomeadamente, o efeito decorrente do registo como despesa de injeções de capital no Banco Efisa e nas empresas de transporte Carris e STCP (0,1 por cento do PIB), e da conversão em aumentos de capital de suprimentos concedidos pela empresa Wolfpart à Caixa Imobiliário (0,2 por cento do PIB).
26. De notar que a estimativa anual tem subjacente medidas de carácter temporário, sem impacto na execução do primeiro semestre, como a devolução de parte das *prepaís margins* pelo Fundo Europeu de Estabilização Financeira e a receita das concessões das empresas Silopor e da IP Telecom, que beneficiam o saldo em cerca de 0,2 por cento do PIB.
27. Para uma descrição mais detalhada das regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento, ver *Vade mecum on the Stability and Growth Pact*, Comissão Europeia (2016).
28. As decisões do Conselho no âmbito do PDE são geralmente baseadas numa votação por maioria qualificada, com exceção das decisões respeitantes a sanções no âmbito dos artigos 126(6) e 126(8), onde se aplica uma regra de maioria qualificada inversa. No entanto, os países signatários do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governança na União Europeia, comprometeram-se a votar em linha com as recomendações da Comissão, desde que não se verifique uma maioria qualificada contra.
29. O saldo estrutural refere-se ao saldo efetivo corrigido dos efeitos decorrentes do ciclo económico e do impacto de medidas temporárias ou outras medidas pontuais.
30. Neste caso, após um período definido, a Comissão avalia novamente se o Estado-Membro tomou ação efetiva nos moldes anteriormente explicados.
31. Adicionalmente o rácio da dívida deve cumprir com o critério da dívida, na ótica *forward-looking*, que implica a sua diminuição a um ritmo considerado satisfatório com base nos valores médios do ano anterior, corrente e seguinte.
32. O saldo estrutural refere-se ao saldo efetivo corrigido dos efeitos decorrentes do ciclo económico e do impacto de medidas temporárias ou outras medidas pontuais.
33. Este valor consiste no produto de 60 por cento pela taxa de crescimento média do PIB nominal até 2060, calculada pelo *Ageing Working Group*.
34. Este ajustamento corresponde a 33 por cento do valor descontado do aumento previsto nos custos do envelhecimento num horizonte infinito.
35. O esforço adicional, medido em percentagem do PIB, é calculado através de uma fórmula linear $(0,024 * \text{dívida} / \text{PIB} - 1,24)$.
36. De notar que, em 2015, continuou a verificar-se um número significativos de emigrantes temporários (na ordem dos 60 000 indivíduos) ainda que menos pronunciado em comparação com os últimos anos.
37. Na terminologia oficial adotada na União Europeia, o desemprego de longa duração abrange todos os desempregados com 12 ou mais meses de duração de desemprego. Para efeitos desta caixa, introduz-se a designação de desempregados de médio prazo para isolar as durações com 12 ou mais meses e menos de 24 meses.
38. *European Commission (2015), Analytical Supporting Document on "Proposal for a Council Recommendation on the integration of the long-term unemployed into the labour market", SWD(2015) 176 final.*
39. Para mais informação acerca dos determinantes da produtividade, as suas várias definições e desafios, ver Syverson (2011).
40. Dias, Marques e Richmond (2014), usando outras fontes de dados, mostram que a produtividade total dos fatores estagnou, ou decresceu, no período que vai sensivelmente desde o início dos anos 2000 até pelo menos 2009. Nesta caixa usamos uma medida simples de produtividade do trabalho.
41. A informação relativa ao VAB a preços correntes e respetivos deflatores, assim como o emprego equivalente a tempo completo, foi recolhida nas Contas Nacionais Anuais divulgadas pelo INE. Para este efeito foram considerados 38 setores de atividade.
42. Reis (2013) sugere que, entre 2000 e 2005, os setores que apresentaram o maior crescimento do emprego são aqueles com menor produtividade ou que apresentaram maiores margens preço-custo. Reis (2015) também sugere que, em alguns daqueles mesmo setores, o crescimento do produto por hora de trabalho foi particularmente elevado entre 2010 e 2014, potencialmente contribuindo para uma redução da má reafetação dos recursos.
43. Esta dinâmica é, de modo geral, consistente com a análise efetuada sobre o hiato de Olley e Pakes com base nos dados ao nível da empresa (*Boletim Económico* de outubro de 2015). Adicionalmente, Dias, Marques e Richmond (2014) mostram que ocorreu uma acentuada deterioração na afetação dos recursos nas empresas portuguesas, dentro de cada setor, durante o período 1996-2008. Os resultados desta caixa são também consistentes com esta conclusão.
44. As Contas Nacionais Trimestrais reportam os valores do valor acrescentado bruto a preços constantes por setor a um nível de agregação maior do que as Contas Nacionais Anuais. As taxas de variação do valor acrescentado bruto por indústria calculados com base nas Contas Nacionais Trimestrais (a um nível mais agregado) são utilizados para estender as séries (mais desagregadas) das Contas Nacionais Anuais.
45. Visto que os dados da Segurança Social só incluem trabalhadores por conta de outrem, não consideramos o setor da agricultura, silvicultura e pesca na análise. Para este efeito foram considerados 19 setores de atividade. Os subscritores da Caixa Geral de Aposentações que pertencem à Administração Pública e a Militares e Forças de Segurança são incluídos na categoria 84 da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas "Administração pública e defesa; segurança social obrigatória" e os subscritores que pertencem a "Educação" são incluídos na categoria 85 "Educação". Não consideramos, na análise, os subscritores das "Empresas Públicas/Soc. Anónimas com participação Estatal" porque não existe uma ligação natural com a Classificação Portuguesa das Atividades Económicas. Os números de subscritores é calculado como média anual, enquanto os pesos são baseados sobre os valores de dezembro de cada ano. Visto que a repartição dos subscritores por origem não se encontra disponível para os anos 2008 e 2016, utilizam-se para esses anos os pesos de 2009 e 2015, respetivamente.

46. De acordo com a metodologia de Contas Nacionais, alterações de taxas de imposto refletem-se apenas no deflator do PIB e não no volume. Adicionalmente, podem existir variações significativas da receita de impostos líquida de subsídios, associadas a alterações de composição nas respetivas bases tributárias. Estas podem conduzir a uma variação dos impostos líquidos de subsídios em termos reais distinta da do PIB, implicando diferenças entre o crescimento do PIB e do VAB.
47. No primeiro semestre de 2016, as exportações de bens e serviços nominais para Angola apresentaram uma redução em termos homólogos de 42 por cento. Tendo em conta esta evolução e assumindo por hipótese que as exportações para Angola possuem um conteúdo importado igual ao da média das exportações, é possível estimar o impacto mecânico daquela redução no PIB nominal. Assim, no primeiro semestre de 2016, as exportações totais para Angola (bens e serviços), excluindo conteúdos importados, terão tido um contributo de cerca de -0,5 p.p. para o crescimento de 3,0 por cento do PIB nominal.
48. No conjunto de 2015, o PIB *per capita* na área do euro registou um crescimento de 1,8 por cento, 0,3 p.p. abaixo do verificado em Portugal. Com base em estimativas do *Eurostat* para o crescimento da população, na primeira metade de 2016, o PIB *per capita* na área do euro terá registado um crescimento homólogo de 1,3 por cento, semelhante ao verificado em Portugal.
49. Em 2015, a redução dos juros pagos pelas famílias teve um contributo de 0,8 p.p. para o crescimento de 2,5 por cento registado pelo rendimento disponível em termos nominais.
50. Na primeira metade de 2016, as exportações nominais de bens extracomunitárias registaram uma queda em termos homólogos de 15,9 por cento. Excluindo as vendas para Angola e China, as exportações de bens extracomunitárias caíram 8,5 por cento.
51. Refira-se que a queda em termos homólogos das importações de produtos químicos reflete inter alia um efeito base associado à aquisição de produtos farmacêuticos em montantes significativos no primeiro semestre de 2015.
52. O INE publica um destaque semestral que analisa os resultados do inquérito, em que usa ponderadores para tornar a amostra representativa. Na análise efetuada nesta caixa optou-se por utilizar os dados não ponderados.
53. Há 899 empresas com mais de 200 empregados, que correspondem a 22,5 por cento da amostra. As grandes empresas são inquiridas exaustivamente. Um terço da amostra é composto por empresas de média dimensão e 37,2 por cento por pequenas empresas. Cerca de 300 micro empresas fazem também parte da amostra do inquérito. As categorias de dimensão das empresas são definidas pelo critério da UE: as micro empresas têm menos de 10 empregados e menos de 2 milhões de euros de ativos totais ou vendas; as pequenas empresas têm menos de 50 empregados e menos de 10 milhões de euros de ativos totais ou vendas; as médias empresas têm menos de 250 empregados e menos de 43 milhões de euros de ativos ou 50 milhões de euros de vendas; e as grandes empresas têm mais de 250 empregados ou mais de 43 milhões de euros de ativo e mais de 50 milhões de euros de vendas.
54. Informação Empresarial Simplificada (IES) é um inquérito anual dirigido a todas as empresas portuguesas que contém informação detalhada sobre o balanço e a demonstração de resultados.
55. De toda a despesa em investimento reportado à IES, em média, 65 por cento do fluxo de investimento advém das grandes empresas.
56. A variável dependente em todas as regressões é uma *dummy* que indica se a empresa reportou investimento positivo nesse ano. Para além de incluir respostas qualitativas nas variáveis explicativas, utiliza-se também um conjunto de variáveis do balanço e demonstração de resultados como controlos. Todas estas variáveis (EBITDA; Ativos Fixos; Dívida; Capital; Capital Corrente) estão normalizadas pelo valor total de ativos em 2010 e winsorizadas no percentil 2 por ano, dimensão e setor de atividade.
57. O inquérito pergunta se o investimento da empresa foi limitado por algum fator esse ano, e se sim, pede para identificar os fatores principais de uma lista de possibilidades. Incluem-se todas as possibilidades exceto a categoria "outros".





II Projeções para a economia portuguesa em 2016

Projeções para a economia portuguesa em 2016

As projeções para a economia portuguesa apontam para uma desaceleração do PIB, de 1,6 por cento em 2015 para 1,1 por cento em 2016. O crescimento do PIB em 2016 é claramente inferior ao projetado pelo BCE para a área do euro (1,7 por cento) e revela a persistência de constrangimentos estruturais idiossincráticos ao crescimento económico em Portugal.

Considerando as componentes da procura deduzidas do seu conteúdo importado, conclui-se que a evolução do PIB em 2016 deverá refletir um menor contributo da procura interna, em particular do investimento, enquanto as exportações de bens e serviços deverão apresentar um contributo próximo do registado em 2015.

Em termos intra-anuais, a projeção tem implícita uma aceleração da atividade económica no segundo semestre do ano, quer considerando taxas de variação em cadeia quer em termos de variação homóloga.

Desaceleração da procura global

A projeção para 2016 considera a informação disponível até final de setembro e tem subjacente um conjunto de hipóteses sobre a evolução do enquadramento da economia portuguesa baseada no exercício de projeção do Eurosistema divulgado no boletim mensal de setembro do BCE (Caixa "Hipóteses do exercício de projeção").

Tendo por base este enquadramento, e tendo em conta a evolução dos indicadores económicos observada até meados do terceiro trimestre, projeta-se um crescimento do PIB de 1,1 por cento em 2016, após 1,6 por cento em 2015. Este perfil reflete menores contributos do consumo privado, do investimento e das exportações totais (Quadro 1 e Gráfico 1).

Quadro 1 • Projeções do Banco de Portugal para 2016

| Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2015	BE outubro 2016		BE junho 2016	
		2015	2016 ^(p)	2015	2016 ^(p)
Produto Interno Bruto	100,0	1,6	1,1	1,5	1,3
Consumo privado	65,6	2,6	1,8	2,6	2,1
Consumo público	18,2	0,8	1,0	0,6	1,1
Formação bruta de capital fixo	15,3	4,5	-1,8	3,9	0,1
Procura interna	99,3	2,5	1,1	2,5	1,8
Exportações	40,6	6,1	3,0	5,2	1,6
Importações	39,8	8,2	3,0	7,4	2,8
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em p.p.) ^(a)					
Procura interna		1,1	0,5	1,1	1,0
Exportações		0,5	0,6	0,4	0,3
Emprego ^(b)		1,4	1,0	-	-
Taxa de desemprego		12,4	11,2	-	-
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,7	1,3	1,7	1,9
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,8	2,1	1,7	1,6
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,5	0,7	0,5	0,7

Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

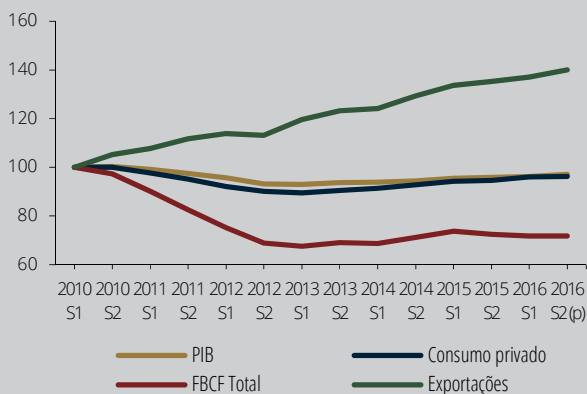
O consumo privado deverá desacelerar de 2,6 por cento em 2015 para 1,8 por cento em 2016, mantendo ainda assim um crescimento superior ao do PIB. Em termos intra-anuais, projeta-se uma desaceleração desta variável no segundo semestre do ano, refletindo a evolução da componente de bens duradouros, uma vez que o consumo não duradouro deverá apresentar um crescimento semelhante ao observado no primeiro semestre. Esta evolução representa uma normalização do ritmo de crescimento do consumo privado, para níveis mais próximos do crescimento tendencial do rendimento disponível real.

Em termos anuais, os bens duradouros deverão manter uma taxa de crescimento robusta mas inferior à observada no ano anterior, projetando-se um perfil descendente ao longo do ano. De referir que esta componente do consumo registou crescimentos significativos nos dois últimos anos, refletindo *inter alia* a concretização de despesas adiadas no período recessivo anterior. A componente de consumo não duradouro deverá também desacelerar, embora de forma menos acentuada que a dos bens duradouros.

A Formação Bruta de Capital Fixo deverá apresentar uma redução de 1,8 por cento em 2016, após

um crescimento de 4,5 por cento em 2015. Esta projeção tem implícitas evoluções muito distintas por tipo de investimento e por setor investidor, como se pode observar considerando uma estimativa da decomposição por setor institucional (Gráfico 2). A componente de investimento público é a que apresenta um contributo mais negativo para a variação anual da FBCF, projetando-se uma queda significativa para o ano corrente. Esta componente é também a que apresenta quedas acumuladas mais significativas desde 2010. No entanto, é de referir que a taxa de variação do investimento público está afetada por efeitos base significativos (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”). O investimento residencial (e mais geralmente a FBCF em construção) deverá apresentar uma queda de cerca de 3 por cento, após um crescimento significativo em 2015 (4,3 por cento). Note-se que esta componente foi afetada no primeiro semestre por condições meteorológicas adversas, mas que não foram compensadas subsequentemente, de acordo com a informação já disponível para o terceiro trimestre do ano. Finalmente, a componente de FBCF empresarial deverá apresentar uma ligeira redução no conjunto do ano, após os crescimentos observados em 2014 e 2015, num quadro de manutenção de

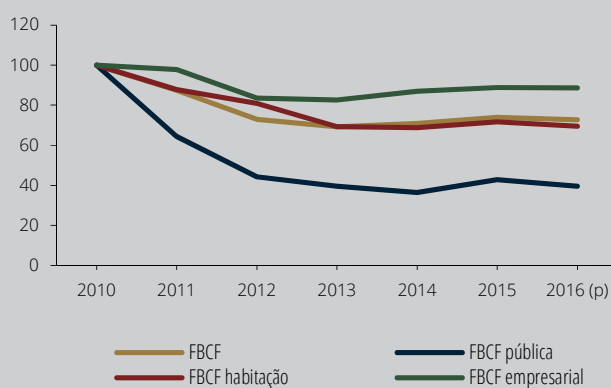
Gráfico 1 • Evolução semestral do PIB e das componentes da despesa
| Índice 1.º semestre 2010=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) projetado.

Gráfico 2 • FBCF por setor institucional
| Índice 2010=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) projetado.

constrangimentos persistentes ao investimento empresarial, com destaque para o elevado nível de endividamento das empresas e para a incerteza prevalecte a nível interno e externo (Secção “Procura” no presente Boletim).

As exportações de bens e serviços em 2016 deverão desacelerar face ao ano anterior, projetando-se um crescimento anual de 3,0 por cento (6,1 por cento em 2015). A desaceleração do total das exportações está associada ao menor crescimento da procura externa (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”) e, em particular, deverá continuar a refletir a continuação do comportamento desfavorável das vendas para alguns mercados extra-comunitários, com destaque para Angola e, em menor grau, para a China.

No que se refere aos bens, é de destacar o comportamento bastante distinto entre a componente energética e a dos restantes bens. Com efeito, a desaceleração prevista para o conjunto do ano no total de bens está fortemente influenciada pela evolução dos bens energéticos, que deverão desacelerar significativamente em 2016 (principalmente no primeiro semestre), após um crescimento de cerca de 40 por cento em 2015. Em contraste, as exportações de bens não energéticos deverão apresentar em 2016 um crescimento superior ao observado no ano anterior, não obstante a desaceleração da procura externa. Esta evolução das exportações de bens não energéticos deverá traduzir ganhos de quota de mercado¹.

Relativamente às exportações de serviços, projeta-se uma desaceleração no conjunto do ano. De facto, o elevado dinamismo nas exportações de turismo deverá coexistir com uma queda das exportações de outros serviços, tal como observado na primeira metade de 2016.

As importações de bens e serviços deverão desacelerar de forma significativa em 2016 (de 8,2 para 3,0 por cento), refletindo a desaceleração tanto da procura interna como das exportações. Este comportamento reflete em particular a desaceleração acentuada de algumas componentes da procura global com elevado conteúdo importado, como o consumo de

bens duradouros (em particular automóveis) e as exportações de bens energéticos.

O gráfico 3 apresenta os contributos brutos das várias componentes da procura para o crescimento do PIB, bem como os respetivos contributos líquidos (deduzidos de uma estimativa das importações associadas a cada agregado da procura). O contributo líquido da procura interna deverá diminuir de cerca de 1,1 p.p. em 2015 para 0,5 p.p. em 2016. A redução do contributo líquido da procura interna para o crescimento do PIB em 2016 resulta em larga medida da variação negativa do contributo do investimento (em -0,6 p.p.) e, em menor grau, do consumo privado (-0,1 p.p.). Por seu lado, projeta-se que o contributo líquido das exportações aumente 0,1 p.p. em 2016. O comportamento muito distinto das exportações de bens energéticos (as quais incorporam um conteúdo importado muito elevado face às restantes componentes) explica o facto de o contributo das exportações para o crescimento do PIB ser muito diferente quando considerado em termos brutos ou em termos líquidos do conteúdo importado.

Analisando as principais componentes da procura global, corrigidas de uma estimativa das importações necessárias para satisfazer essa procura (Gráfico 4), é possível observar que durante o período de recuperação recente da economia portuguesa as exportações surgem como a componente mais dinâmica da procura, contribuindo de forma decisiva para a recuperação da atividade desde o segundo semestre de 2013. No que respeita à procura interna, é de destacar uma relativa estabilização do consumo público neste período e um perfil de crescimento do consumo privado próximo mas mais moderado que o do PIB. Ao nível do investimento, registou-se uma queda no segundo semestre de 2015 e na primeira metade de 2016, que reverteu em grande medida os crescimentos observados nos dois anos anteriores. Deste modo, na primeira metade de 2016, o nível do investimento (líquido de importações) situava-se apenas cerca de 3 por cento acima do nível observado na primeira metade de 2013.

Aumento do emprego e redução da taxa de desemprego

A partir deste Boletim, o Banco de Portugal passará a divulgar projeções para a evolução do emprego e da taxa de desemprego nos artigos de projeções, em linha com a prática no Eurosystem. Para o ano de 2016, projeta-se uma diminuição da taxa de desemprego de 12,4 por cento para 11,2 por cento em termos médios anuais. O emprego deverá aumentar cerca de 1,0 por cento em 2016 (1,4 por cento em 2015), projetando-se uma taxa de variação no segundo semestre próxima da observada no primeiro semestre.

Manutenção de um saldo externo positivo

As atuais projeções apontam para a manutenção da capacidade de financiamento da economia portuguesa em 2016, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital em percentagem do PIB. Não obstante, o excedente externo deverá diminuir em 2016 (de

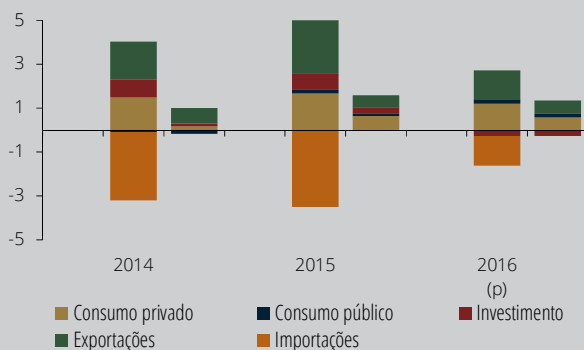
1,7 para 1,3 por cento do PIB), principalmente em resultado de uma evolução mais desfavorável da balança de rendimentos (balanças de rendimento primário e secundário), tal como observado no primeiro semestre. A balança de bens e serviços deverá apresentar uma melhoria, apesar do menor dinamismo das exportações, refletindo um efeito de termos de troca positivo associado à queda dos preços do petróleo em 2016 (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”).

No caso da balança de capitais, projeta-se para o conjunto do ano de 2016 uma estabilização do saldo em percentagem do PIB. Esta projeção tem implícita uma recuperação da atribuição de fundos comunitários aos beneficiários finais, após a queda observada no primeiro semestre, que deverá estar associada à transição entre quadros comunitários (Secção “Balança de Pagamentos” no presente Boletim).

Aumento ligeiro da inflação

A inflação, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, deverá aumentar ligeiramente em 2016, mantendo-se no entanto

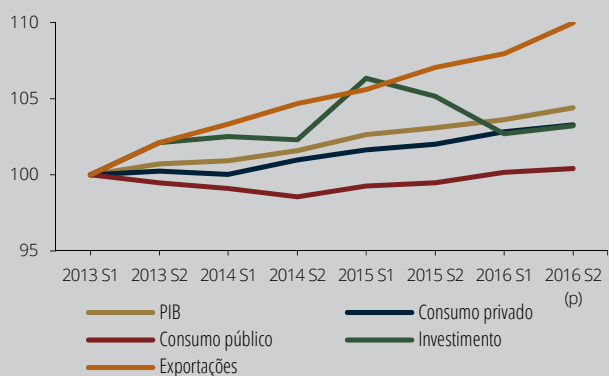
Gráfico 3 • Contributos brutos e líquidos para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) projetado. Para cada ano são apresentadas duas barras: a da esquerda corresponde aos contributos brutos, e a da direita aos contributos líquidos de importações.

Gráfico 4 • Evolução semestral do PIB e das componentes da despesa líquidas de importações



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: (p) projetado. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente (ver nota a do Quadro 1).

num nível relativamente baixo (0,7 por cento, após 0,5 por cento em 2015).

A aceleração dos preços em 2016 deverá refletir uma menor queda de preços dos bens energéticos (de -3,7 por cento em 2015 para -2,5 por cento em 2016) e uma aceleração dos preços da componente não energética face ao ano anterior (de 0,8 para 1,0 por cento).

O diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro deverá manter-se positivo e próximo do observado no ano anterior (cerca de 0,5 p.p.), tendo por base as projeções divulgadas pelo BCE em Setembro. Tal como em 2015, este diferencial positivo reflete, em grande medida, uma queda de preços dos bens energéticos mais acentuada na área do euro do que em Portugal. No caso de Portugal, a queda dos preços do petróleo em 2016 não será integralmente visível na evolução do preço dos combustíveis no consumidor, uma vez que, contribuindo em sentido contrário, se observou um aumento do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP) em fevereiro do ano corrente (Secção “Preços” neste Boletim).

A aceleração na componente não energética deverá refletir uma aceleração nos preços dos serviços. Este maior dinamismo nos preços dos serviços poderá estar a refletir o início de uma trajetória ascendente, embora moderada, de alguns fatores com um maior impacto nos preços deste setor, em particular a melhoria da situação no mercado de trabalho, o aumento dos custos unitários do trabalho e o elevado dinamismo em alguns segmentos específicos como os relacionados com o turismo. Para a aceleração da componente não energética deverá ainda contribuir a interrupção da queda dos preços dos bens industriais não energéticos.

Revisão em baixa da atividade e projeção inalterada para a inflação

Face às anteriores projeções apresentadas no *Boletim Económico* de junho, o crescimento do PIB para 2016 foi revisto 0,2 p.p. em baixa. Este

menor crescimento do PIB resulta da revisão em baixa da procura interna, em particular da FBCF e do consumo privado. Por sua vez, as exportações para 2016 foram revistas em alta, para o que contribuiu principalmente um crescimento superior ao antecipado das exportações de bens e das exportações de turismo no primeiro semestre do ano. Neste contexto, o saldo da balança de bens e serviços foi revisto em alta.

A projeção para a inflação em 2016 não foi revista face aos valores publicados no *Boletim Económico* de junho. Importa referir, no entanto, que a atual projeção aponta para uma queda mais acentuada dos preços dos bens energéticos (em linha com a revisão em baixa das hipóteses para o preço do petróleo) e para um maior crescimento dos preços dos serviços.

Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

O Quadro 2 apresenta as principais hipóteses técnicas de enquadramento do exercício de projeção para a economia portuguesa, que são consistentes com a informação subjacente ao último exercício de projeção do Banco Central Europeu divulgado no dia 8 de setembro.

No que se refere ao enquadramento internacional, de acordo com as atuais hipóteses, a procura externa deverá desacelerar (de 4,2 por cento em 2015 para 2,8 por cento em 2016). Este perfil reflete uma desaceleração da procura nos países da área do euro, prevendo-se para a procura extra-área do euro um crescimento moderado e próximo do ano anterior. A procura proveniente dos países da área do euro deverá apresentar um crescimento superior ao das restantes economias. Face às projeções do *Boletim Económico* de junho, a procura externa para 2016 foi revista em baixa, em linha com uma revisão no mesmo sentido do comércio mundial.

Tendo por base a informação dos mercados de futuros, estima-se para o conjunto do ano uma queda dos preços do petróleo quer em dólares quer em euros (perto de 20 por cento). O valor previsto para o preço do petróleo em euros é muito semelhante ao considerado no exercício de projeção de junho.

A hipótese técnica para as taxas de câmbio pressupõe a manutenção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. Após a significativa depreciação em 2015, antecipa-se para 2016 uma apreciação do euro em termos médios anuais, quer em termos nominais efetivos, quer face ao dólar, relativamente semelhante à assumida no exercício de junho.

A evolução da taxa EURIBOR a três meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros. Estes contratos apontam para uma taxa de juro negativa em 2016, após uma taxa nula em 2015, não se registando alterações face aos níveis antecipados no Boletim de junho. A hipótese para a taxa de juro de longo prazo da dívida pública portuguesa baseia-se numa estimativa da taxa implícita, que inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões. Esta taxa deverá apresentar uma ligeira diminuição em 2016 face a 2015.

Quadro 1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE outubro 2016		BE junho 2016
		2015	2016	2016
Enquadramento internacional				
PIB mundial	tva	3,0	2,9	2,9
Comércio mundial	tva	1,9	1,8	2,5
Procura externa	tva	4,2	2,8	3,7
Preço do petróleo em dólares	vma	52,4	42,8	43,4
Preço do petróleo em euros	vma	47,2	38,4	38,3
Condições monetárias e financeiras				
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	0,0	-0,3	-0,3
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	3,6	3,5	3,5
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	-9,3	2,5	2,9
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,11	1,11	1,13

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

Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma - valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior.

No que respeita às variáveis de finanças públicas, a projeção para 2016 incorpora a maioria das medidas de política incluídas no Orçamento de Estado para 2016, bem como a informação mais recente sobre a execução orçamental, em conformidade com as regras utilizadas no âmbito dos exercícios do Eurosistema.

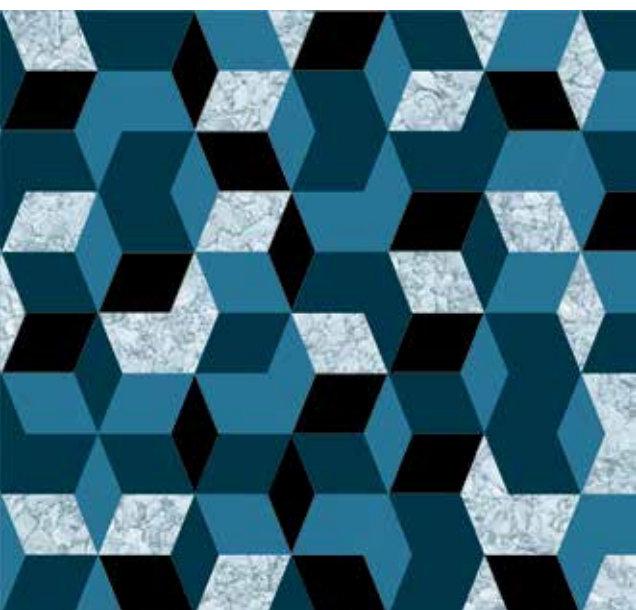
Relativamente ao consumo público em 2016, projeta-se um crescimento de 1 por cento em termos reais. Esta evolução tem subjacente um aumento da despesa em bens e serviços, associada ao crescimento da despesa em consumo intermédio, parcialmente explicado pelo aumento da despesa com parcerias público-privadas do setor rodoviário. A atual previsão do consumo público tem implícita uma revisão em alta do número de funcionários públicos. Adicionalmente, e em sentido contrário, foi considerada uma estimativa preliminar, rodeada de elevada incerteza, do impacto da redução do horário normal de trabalho na função pública no segundo semestre de 2016. Quanto ao deflator do consumo público, prevê-se uma evolução positiva e significativa, em resultado do impacto da reversão da redução remuneratória em vigor nas administrações públicas.

No que diz respeito ao investimento público, a atual estimativa para 2016 aponta para uma queda significativa em termos reais que resulta do efeito-base associado ao registo em 2015 da aquisição de bens imobiliários pela Oitante, bem como ao registo de vendas de material militar à Roménia. Excluindo estes efeitos, assume-se a estabilização desta rubrica.

Nota

1. Este ganho de quota é obtido tendo em conta o indicador de procura externa corrigido pela importância relativa do comércio externo com Angola. Refira-se que o indicador de procura externa para Portugal apresentado na Caixa 1 e utilizado no âmbito das projeções do Eurosistema não inclui especificamente a procura externa de Angola.





Tema em destaque

Empresas portuguesas no comércio internacional: alguns factos sobre idade, preços e mercados

Empresas portuguesas no comércio internacional: alguns factos sobre idade, preços e mercados

1. Introdução

As exportações constituem uma componente importante do PIB e a evolução deste agregado está ligada às condições estruturais da economia e, em particular, à sua capacidade para concorrer nos mercados externos. A literatura económica tem vindo a complementar a análise das exportações ao nível agregado com estudos ao nível da empresa, identificando factos estilizados que caracterizam as referidas condições estruturais. Tal como acontece em outras áreas da análise económica, a utilização de informação sobre o comércio internacional ao nível da empresa tem revelado elevada heterogeneidade no universo dos exportadores. Adicionalmente, este tipo de análise enriquece a interpretação dos desenvolvimentos económicos de curto-prazo e pode melhorar a condução das políticas.

A análise económica tem dedicado relativamente menos atenção ao estudo das importações, mas este agregado contém também informação relevante, tanto numa perspetiva agregada, como ao nível da empresa. As importações agregadas são afetadas pelas variáveis da procura interna e também pelas próprias exportações que dão origem a importações de bens intermédios. Com efeito, a recente literatura empírica do comércio internacional tem vindo a sinalizar o papel das cadeias de valor globais na organização da produção mundial, levando a uma maior incorporação de valor acrescentado externo na produção para consumo interno e para exportação (Amador e di Mauro, 2015).

Os desenvolvimentos no comércio internacional têm sido particularmente importantes para compreender a evolução da economia portuguesa nos últimos anos (Amador e Cabral, 2014). O elevado défice da balança de bens e serviços que prevaleceu durante muitos anos – relacionado com choques no comércio externo, tais como o aumento da concorrência asiática e o alargamento a leste da União Europeia (UE),

com os desenvolvimentos macroeconómicos associados à convergência nominal e entrada na união monetária, bem como com aspetos estruturais de competitividade – contribuiu para a forte deterioração da posição de investimento internacional. Este processo foi revertido recentemente, beneficiando grandemente de um bom desempenho das exportações que contribuíram para que a economia passasse a apresentar uma capacidade líquida de financiamento. O forte ajustamento macroeconómico que ocorreu no contexto do programa de Assistência Económica e Financeira de 2011-2014, com contrações dos agregados da procura interna sensíveis a alterações do rendimento, também contribuiu para a correção do desequilíbrio comercial. Presentemente, dados os elevados níveis de dívida prevalecentes em vários setores institucionais, as exportações representam um fator chave para o crescimento sustentado da economia portuguesa e qualquer desaceleração na sua variação trimestral é tomada como motivo de preocupação.

O objetivo deste artigo é a identificação de alguns factos estilizados sobre os exportadores e importadores portugueses desde o início dos anos 2000, avaliando a ocorrência de alterações estruturais, que criem condições para a sustentação de saldos positivos na balança de bens e serviços. A identificação destes factos estilizados é possibilitada pela disponibilidade de dados detalhados para as empresas portuguesas que cobrem as transações comerciais internacionais de bens nas últimas décadas. Embora a informação disponível nestas bases de dados inclua bens energéticos, estes tendem a ser analisados separadamente devido à volatilidade associada aos seus preços. Este texto foca um conjunto limitado de dimensões, designadamente mercados, preços, e algumas características específicas das empresas, tais como a idade e a evolução das suas vendas nos mercados interno e externo.

A análise das exportações e das importações é normalmente realizada tanto em termos nominais, como reais. Apesar de algumas diferenças, a evolução dos fluxos de comércio foi globalmente semelhante nestas duas opções (Gráficos 1 e 2). O facto de os produtos energéticos, cujas flutuações de preço tendem a ser elevadas, terem sido excluídos da análise, contribuiu para esta semelhança. O gráfico 1 apresenta a evolução recente das exportações de bens, excluindo bens energéticos, que registaram um crescimento nominal médio de 4,3 por cento no período 2002-2014. A exceção a este período de taxas de crescimento positivas ocorreu em 2008-2009, que corresponde ao grande colapso do comércio internacional que se seguiu ao despoletar da crise económica e financeira.

O comportamento das importações tem acompanhado o das exportações desde 2002, mas após 2010 observou-se uma forte redução que espelha a contração ocorrida na procura interna durante o Programa de Assistência Económica e Financeira. O crescimento nominal médio das importações no período 2002-2014 foi de 1,5 por cento (Gráfico 1).

Neste texto, a análise ao nível das empresas é realizada maioritariamente em termos nominais. No entanto, são discutidos alguns resultados que tiram partido da informação existente na base de dados sobre valores unitários dos bens.

O artigo está organizado da seguinte forma. A próxima secção apresenta a base de dados, a secção 3 apresenta as distribuições das intensidades

Gráfico 1 •
Exportações,
importações e
procura interna a
preços correntes
| Taxa de
crescimento,
em percentagem

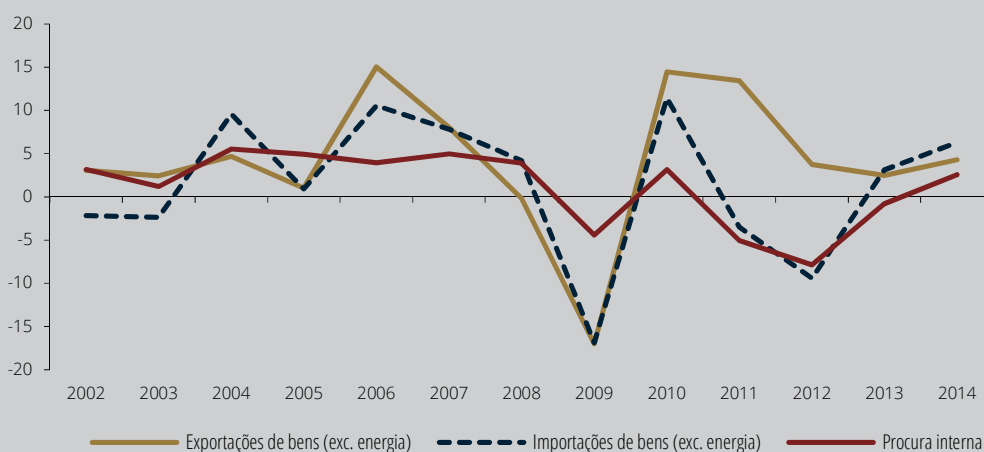
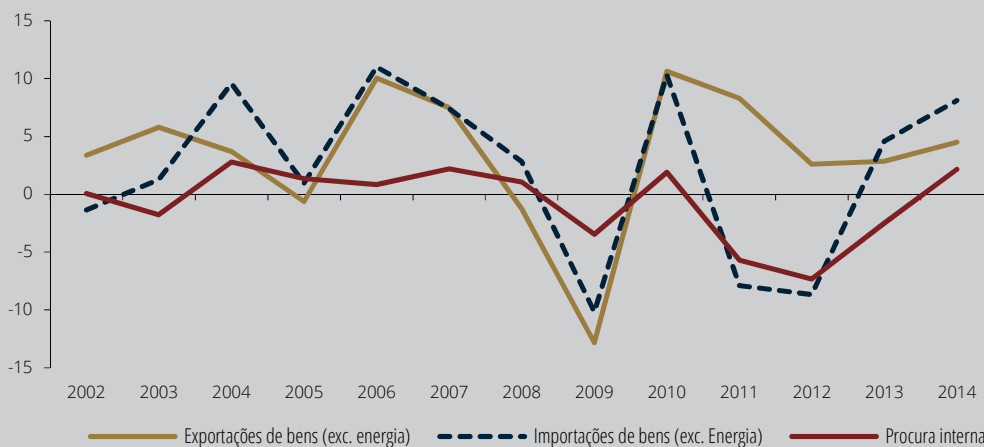


Gráfico 2 •
Exportações,
importações e
procura interna a
preços constantes
de 2011
| Taxa de
crescimento,
em percentagem



Fonte: INE (contas nacionais).

exportadoras e importadoras para as empresas portuguesas com transações internacionais no período 2002-2013. Seguidamente, a secção 4 discute a estrutura das exportações e das importações de acordo com a categoria etária das empresas. A secção 5 analisa a dimensão dos preços, comparando a variação média dos valores unitários para os pares produto-exportador, em Portugal, face à variação média dos preços do mesmo produto para o agregado dos exportadores da UE. A secção 6 examina duas dimensões relacionadas com mercados. Em primeiro lugar, a diversificação das exportações das empresas em termos de mercados de destino. Em segundo lugar, a contribuição das empresas exportadoras com desempenhos distintos nos mercados interno e externo, com vista a avaliar que grupo tem tido um papel preponderante no crescimento das exportações totais. Finalmente, a secção 7 apresenta algumas considerações finais.

2. Dados

Os dados utilizados neste tema em destaque foram obtidos a partir dos formulários *Intrastat* e *Extrastat*, os quais recolhem informação relativa às trocas comerciais internacionais de bens. As transações extracomunitárias são registadas pelas alfândegas e comunicadas ao Instituto Nacional de Estatística (INE). Por outro lado, a comunicação das transações intracomunitárias está sujeita a limiares de reporte, os quais são definidos anualmente e dizem respeito ao total exportado ou importado por cada empresa¹. Não obstante os limiares de reporte, a metodologia adotada pelo INE garante que pelo menos 97 por cento das exportações e 95 por cento das importações intracomunitárias de bens são abrangidas pelo respetivo inquérito.

As bases de dados resultantes dos dois inquéritos mencionados contêm registos mensais dos fluxos comerciais de bens, ao nível da transação. Incluem, neste âmbito, informação detalhada sobre o tipo de bem (a 8 dígitos da Nomenclatura Combinada), o país de destino ou de origem, o valor (em euros) e as quantidades (em quilogramas), bem como a identificação do exportador ou importador (anonimizado) em território português. Para este estudo, o INE facultou ainda informação específica de cada empresa,

como o setor de atividade (definido a 4 dígitos da CAE 3.0), o número de empregados e estabelecimentos, o ano da criação, o volume de negócios e a estrutura do capital social. Estas variáveis são recolhidas através do *Relatório Único* (Quadros de Pessoal) e foram disponibilizadas para o período 2002-2013.

Foi necessário fazer alguns ajustamentos aos dados, nomeadamente no que diz respeito ao limiar de reporte acima referido. Por forma a tornar comparáveis os limiares, ao longo do tempo, foram impostos limiares constantes para as exportações e importações das empresas que registam trocas dentro da UE. Estes valores foram fixados em 250 000 € e 350 000 € (a preços de 2014)², respetivamente. Finalmente, dado que as transações extracomunitárias são integralmente registadas, os mesmos limiares foram aplicados às empresas que apenas transacionam com países exteriores à UE, assegurando assim a comparabilidade entre estas duas realidades.

O segundo ajustamento aos dados prendeu-se com a exclusão de transações relacionadas com produtos energéticos, uma vez que, apesar de representarem uma parcela significativa das trocas internacionais, o valor nominal das exportações e importações associadas é afetado pela volatilidade dos preços do petróleo, gerando assim potenciais distorções nos agregados em análise.

Após os dois procedimentos acima descritos, a cobertura média das exportações e importações de bens relativamente ao total, para o período 2002-2014, situou-se em 94,7 e 96,6 por cento, respetivamente (Gráficos 3 e 4).

Numa primeira análise aos dados é possível concluir que as empresas exportadoras e importadoras de bens operam tanto na indústria transformadora como nos serviços (Gráficos 5 e 6), detendo estas últimas um papel relevante nas trocas internacionais de bens, sobretudo ao nível das importações. A maioria destas empresas são grossistas e retalhistas que podem operar tanto no mercado interno, como no externo, ou constituir o ramo comercial de uma empresa transformadora. Esta última realidade relaciona-se com os processos de reorganização logística das empresas portuguesas e internacionais.

3. Intensidade importadora e exportadora

Uma das dimensões fundamentais da análise das características das empresas exportadoras e importadoras é o seu grau de envolvimento nos mercados externos. Este pode ser captado pelas intensidades exportadora e importadora que são medidas como o rácio entre os respetivos fluxos e o volume de negócios da empresa³. Os quartis da distribuição de ambos os rácios registaram pequenas alterações entre 2002 e 2013, especialmente nas importações (Gráficos 7 e 8). Os quartis da intensidade exportadora tomam valores ligeiramente mais elevados ao longo do tempo, com intensidades medianas sempre acima de 50 por cento. No que concerne às importações, este indicador manteve-se ligeiramente acima de 40 por cento.

É ainda possível identificar no gráfico 7 uma diminuição da intensidade exportadora mediana até 2009, seguida de uma ligeira recuperação (atingindo cerca de 54 por cento em 2013). Esta evolução pode ter resultado de um aumento do número de empresas com baixa intensidade exportadora e / ou de uma queda do número das que apresentam intensidades elevadas. A base de dados revela que a maioria dos novos exportadores são empresas com CAE de serviços e intensidades exportadoras localizadas na aba esquerda da distribuição.

A relação entre as exportações e o volume de negócios reflete tanto o desempenho nos mercados nacionais, como nos internacionais. A maioria das empresas que registaram uma diminuição da sua intensidade exportadora no período

Gráfico 3 • Exportações de bens | Milhões de euros

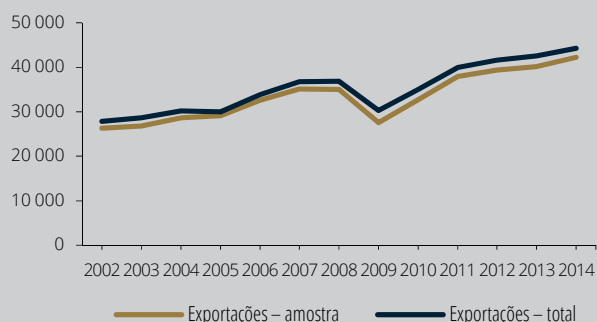
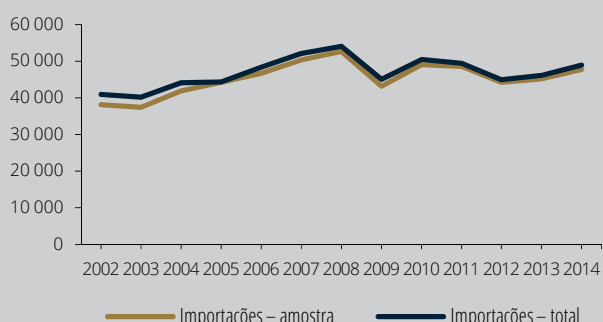


Gráfico 4 • Importações de bens | Milhões de euros



Fontes: INE (contas nacionais) e Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat* e *Extrastat*.

Gráfico 5 • Exportadores dos setores não transformadores | Proporção das exportações, em percentagem

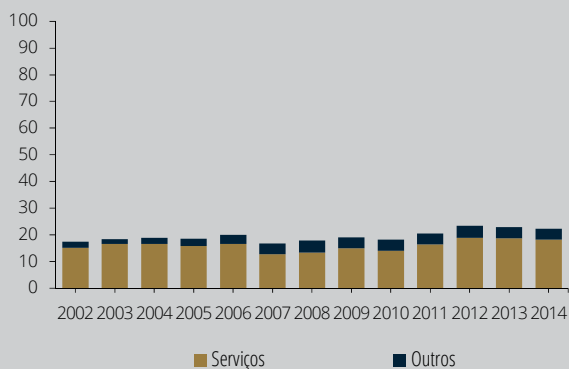
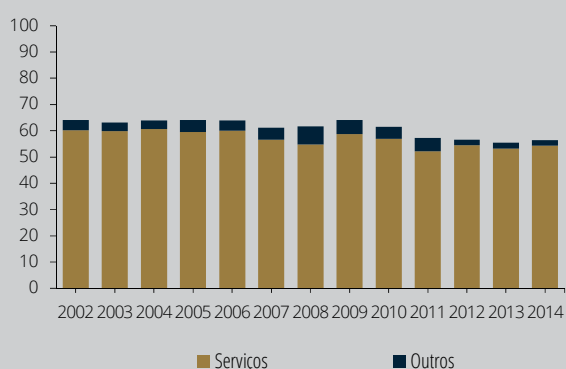


Gráfico 6 • Importadores dos setores não transformadores | Proporção das importações, em percentagem



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e dos Quadros de Pessoal.

2002-2009 testemunhou um aumento maior do volume de negócios do que das exportações. Tal situação reflete a dinâmica do mercado interno neste período. Por outro lado, a ligeira recuperação observada entre 2009 e 2013 poderá estar relacionada com os esforços desenvolvidos pelas empresas para reforçar a sua posição nos mercados internacionais, dada a contração da procura interna.

A distribuição das intensidades exportadoras por setor de atividade indica que a maioria das empresas transformadoras apresenta valores acima de 60 por cento, embora a sua quota no total das exportações tenha diminuído entre 2002 e 2013 (Gráficos 9 e 10). Por outro lado, as empresas de serviços apresentam uma distribuição bimodal em torno de 20 e 90 por cento, apresentando maior densidade em torno do primeiro valor. Esta diferença acentuou-se de 2002 para 2013 devido ao aumento do número de empresas com intensidades exportadoras baixas. As duas modas mencionadas são explicadas pela concentração de retalhistas e grossistas, os quais representam, em média, 90 por cento das empresas de serviços e 88 por cento das exportações portuguesas de bens realizadas por empresas desse setor. Os restantes exportadores de bens com CAE de serviços encontram-se muito dispersos em termos da variável em análise. No entanto, entre 2002 e 2013,

a proporção de empresas deste tipo aumentou na aba esquerda da distribuição (particularmente em torno da primeira moda).

No caso das importações, os resultados invertem-se, visto que a maioria das empresas transformadoras regista intensidades baixas, contrastando com os valores mais elevados das empresas de serviços. Este padrão sugere que as últimas recorrem relativamente mais aos mercados internacionais para obter bens intermédios e finais. Em particular, as empresas de venda por grosso e a retalho têm intensidades importadoras entre 40 e 80 por cento. Em contrapartida, o perfil das intensidades importadora e exportadora das empresas transformadoras sugere que a participação destas em cadeias de valor globais é ainda limitada.

4. Idade das empresas participantes no comércio internacional

A idade das empresas participantes no comércio internacional fornece informações úteis em termos do desempenho estrutural subjacente às exportações e importações. Quanto maior a contribuição de empresas mais jovens para as exportações, maior tenderá a ser a probabilidade destas apresentarem um bom desempenho nos anos seguintes. As empresas mais jovens estão tipicamente mais adaptadas às condições vigentes nos mercados externos e melhor alinhadas com as preferências dos consumidores.

Gráfico 7 • Quartis da intensidade exportadora por empresa | Intensidade exportadora, em percentagem

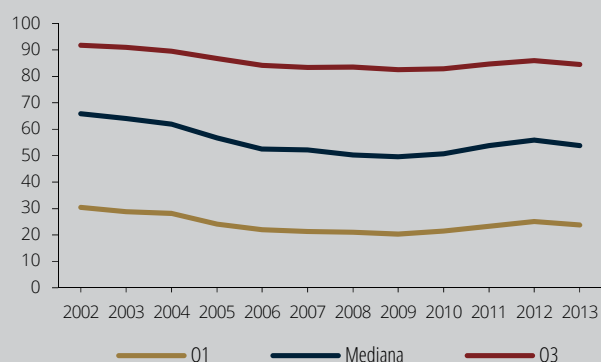
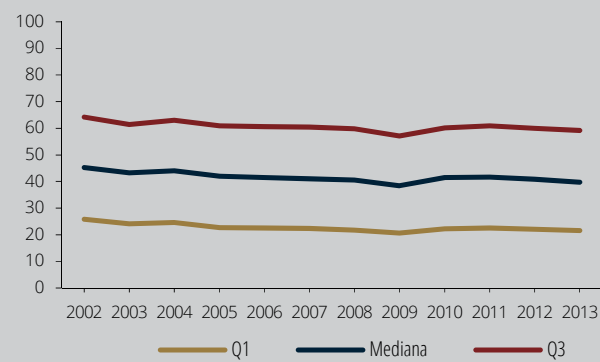


Gráfico 8 • Quartis da intensidade importadora por empresa | Intensidade importadora, em percentagem



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e dos Quadros de Pessoal.

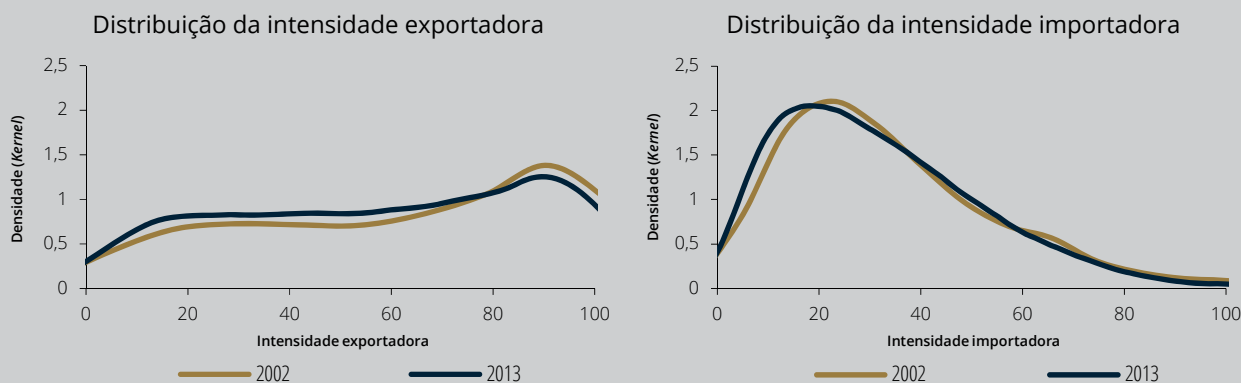
Tendem, portanto, a operar em setores nos quais a economia parece apresentar vantagens comparativas no momento.

Embora exista evidência empírica de que as empresas mais jovens apresentam elevadas taxas de mortalidade no seu primeiro ano como exportadoras, esta diminuiu nos anos subsequentes. Aquelas que sobrevivem tendem a crescer rapidamente e são responsáveis por uma contribuição crescente para o total das exportações. De acordo com Amador e Opmolla (2013), utilizando dados para os novos exportadores de bens em Portugal, no período 1997-2005, a taxa de mortalidade média era superior a 50 por cento no primeiro ano de atividade, conseguindo as

empresas sobreviventes aumentar as suas exportações mais de seis vezes nos primeiros três anos. A estrutura etária dos importadores de bens é menos informativa em termos de competitividade, podendo estar relacionada com as dinâmicas dos setores retalhista e grossista, bem como com a integração de exportadores jovens em cadeias de valor globais.

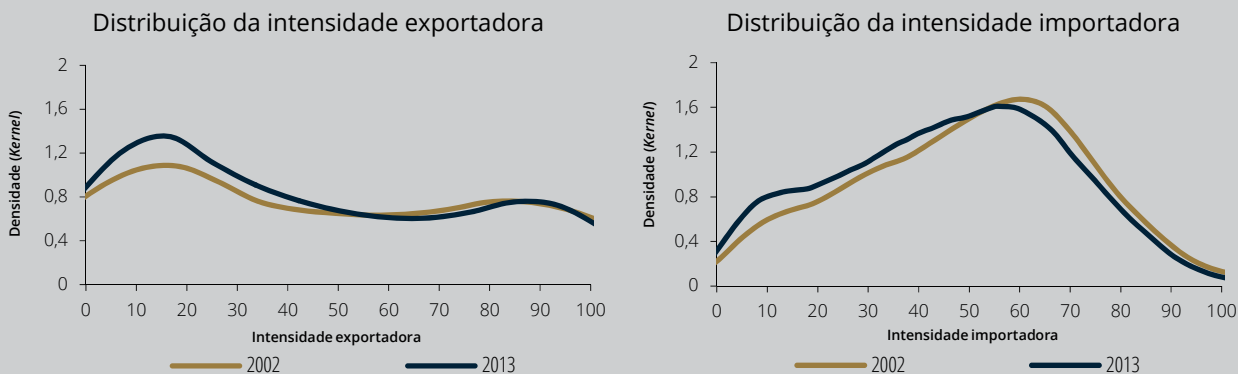
Os gráficos 11 e 12 apresentam a contribuição para as exportações totais de bens por parte das empresas mais jovens, divididas entre os escalões etários 0-5 anos e 6-10 anos de idade, de acordo com o seu setor de atividade entre 2003 e 2014⁴. Verifica-se, neste período, uma diminuição da contribuição dos exportadores

Gráfico 9 • Empresas transformadoras



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e dos Quadros de Pessoal.

Gráfico 10 • Empresas de serviços



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e dos Quadros de Pessoal.

Nota: As distribuições foram truncadas em 100. A existência de densidades superiores a 100 dever-se-á a diferenças na valoração dos fluxos de comércio internacional comparativamente ao volume de negócios (ver nota número 6). Estas densidades superiores a 100 estão compreendidas entre cerca de 9 e 19 por cento, para a intensidade exportadora, e cerca de 2 e 5 por cento, para a intensidade importadora, convergindo, em todos os casos, rapidamente para zero.

jovens que operam nos setores transformadores. A proporção associada representou cerca de 22 por cento das exportações totais de bens em 2003, caindo para 9 por cento em 2014. Apesar da ligeira recuperação verificada entre 2011 e 2012, esta evolução pode sugerir que a crise económica e financeira global, bem como o subsequente processo de ajustamento da economia portuguesa, limitou a relevância dos exportadores jovens, o que pode ter consequências no crescimento futuro das exportações. Este movimento descendente é observado para os exportadores em ambos os grupos etários, registando-se em 2014 um peso reduzido dos exportadores com menos de cinco anos⁵. Relativamente às empresas inseridas no setor dos serviços, o padrão é um pouco diferente, sendo possível observar um pequeno aumento após 2010. Este aumento está associado a um maior contributo de empresas que operam como grossistas no setor dos materiais de construção (representavam, em 2003, 11 por cento das exportações por exportadores jovens e 65 por cento em 2014). Além disso, o peso das empresas com menos de 5 anos tende a ser maior do que o das empresas com idade entre 6 e 10 anos, sugerindo uma menor taxa de sobrevivência destas últimas, especialmente em anos mais recentes.

A maior incerteza e a fragmentação financeira caracterizaram a área do euro no período posterior à crise económica e financeira internacional. Recentemente, a estes dois aspetos

juntaram-se o aumento dos requisitos de capital e a baixa rentabilidade dos bancos, num contexto de elevado endividamento das empresas e baixas perspectivas de crescimento. As decisões de investimento das empresas têm sido afetadas negativamente por este cenário, mas é expectável que este seja particularmente adverso nas empresas jovens, tipicamente com menor acesso a financiamento proveniente de fontes alternativas. Simultaneamente, e em particular nos últimos anos, o investimento direto estrangeiro – que constitui uma fonte potencial de novas exportações – tem sido moderado em Portugal.

Os resultados acima discutidos são compatíveis com os apresentados em Banco de Portugal (2013), com base em rubricas contabilísticas e fiscais da Informação Empresarial Simplificada (IES). No universo das empresas portuguesas (excluindo as empresas em nome individual), cerca de um quarto das exportações de bens em 2012 provinha daquelas que iniciaram a sua atividade após 2000.

Apesar da aparente perda de dinâmica, o contributo das empresas jovens para o total da exportação de bens é ainda relevante, sendo portanto suscetível de favorecer a reestruturação do padrão de exportação. Neste contexto, sublinha-se a necessidade de se aprofundar o processo de reformas estruturais, a fim de promover o investimento nos setores de bens transacionáveis.

Gráfico 11 • Exportadores por idade – setor transformador | Proporção das exportações, em percentagem

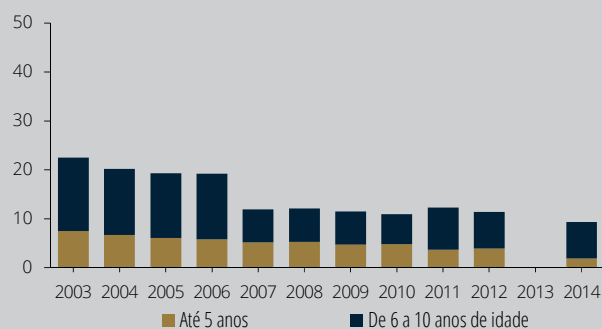
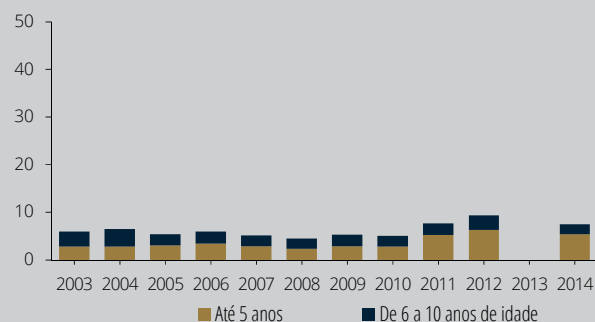


Gráfico 12 • Exportadores por idade – setor dos serviços | Proporção das exportações, em percentagem



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e dos Quadros de Pessoal.

Nota: Para os anos de 2002 e 2013 não existe informação relativa à idade ou ano de criação das empresas.

O panorama relativo aos importadores jovens é, em alguma medida, diferente. Quanto ao peso dos importadores que operam no setor transformador, ocorreu uma redução semelhante à acima destacada (Gráfico 13). Todavia, este peso é muito menor do que para os exportadores. As empresas importadoras com idade inferior a 10 anos representavam, em média, 6 por cento do total das importações durante o período 2002-2014; contrastando com 14 por cento para os exportadores na mesma faixa etária. A contribuição por parte dos importadores jovens tem vindo a diminuir de forma continuada, caindo de 19 por cento em 2003 para 8 por cento em 2014.

A crise financeira e o processo de ajustamento da economia parecem ter dificultado também o desempenho dos importadores jovens. Esta evolução reflete, em parte, o perfil observado do lado dos exportadores jovens que operam no setor transformador, os quais são, simultaneamente, importadores de bens intermédios. Em particular, o limitado investimento direto estrangeiro observado nos últimos anos pode ter inibido a criação de novos exportadores, que estão normalmente integrados em cadeias globais de fornecimento. Em segundo lugar, relativamente às empresas importadoras que pertencem ao setor dos serviços, a contração do mercado interno pode, por um lado, ter adiado a criação de novos grossistas e retalhistas e, por

outro, contribuído para o aumento da mortalidade neste setor.

5. Preços

A evolução dos valores unitários médios interpretada como uma aproximação ao comportamento dos preços das exportações e importações é também uma importante dimensão do comércio internacional. Em termos agregados, as variações que advêm destes movimentos relacionam-se com a evolução dos termos-de-troca e, ao nível da empresa podem ser relacionadas com questões de qualidade dos bens.

Uma vez que a evolução dos preços resulta da interação de diversas forças, torna-se difícil retirar conclusões fortes. Por um lado, os preços podem diminuir como resposta a pressões competitivas (levando a maior eficiência ou à saída do mercado) ou devido a uma queda na procura. Por outro, podem aumentar devido a uma melhoria da qualidade dos produtos transacionados ou a fatores relacionados com a valorização da marca e melhor *marketing*. Desta forma, não pretende identificar as determinantes das flutuações dos preços, mas sim a evolução dos preços das exportações portuguesas face à UE. Especificamente, calcula-se a proporção de pares produto-exportador cujos valores unitários médios tiveram uma variação mais

Gráfico 13 • Importadores por idade
– setor transformador | Proporção das importações, em percentagem

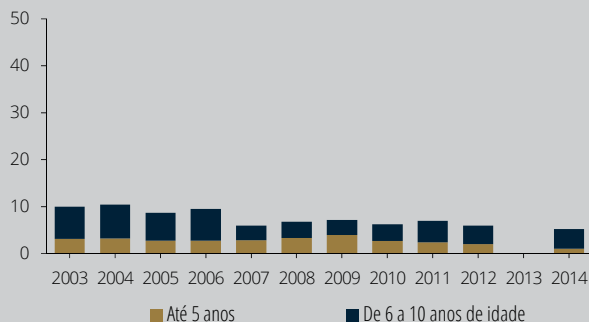
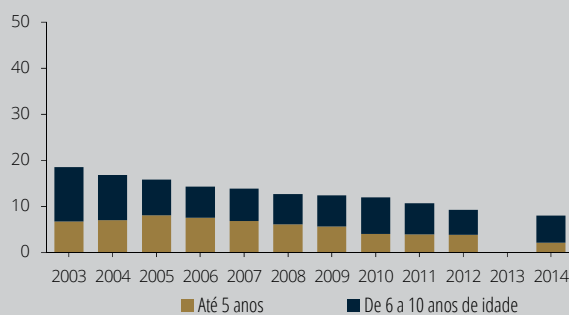


Gráfico 14 • Importadores por idade
– setor dos serviços | Proporção das importações, em percentagem



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e dos Quadros de Pessoal.

Nota: Para os anos de 2002 e 2013 não existe informação relativa à idade ou ano de criação das empresas.

positiva (ou menos negativa) em Portugal do que na UE como um todo. Calcula-se também o peso de tais pares produto-exportador no total das exportações portuguesas de bens. A caixa 1 descreve o procedimento adotado para tornar comparáveis os valores unitários por produto entre Portugal e a UE, quando calculados a um nível de desagregação detalhada.

O gráfico 15 mostra que o diferencial entre o crescimento dos valores unitários médios calculados para Portugal face aos da UE foi positivo em cerca de 50 por cento dos pares produto-exportador no período 2002-2014. Uma característica a salientar prende-se com a estabilidade desta percentagem, a qual se reflete também em termos do peso desses pares no total das exportações de bens (oscilando entre 40 e 60 por cento).

Estes resultados excluem um cenário em que as empresas portuguesas mantêm, de forma consistente, a sua posição nos mercados externos através de reduções dos preços relativos. Na realidade, apesar da importância desempenhada pela competitividade-preço no que diz respeito à evolução das exportações, seria difícil às empresas portuguesas o uso desta dimensão para preservar quotas de mercado. O nível do salário médio na economia portuguesa é baixo em relação a outras economias europeias, mas alto em relação às economias

de mercado emergentes. Este resultado sinaliza que uma parte importante dos exportadores portugueses tem privilegiado a inovação e diferenciação dos seus produtos, em vez de competir com base em produtos intensivos em trabalho e não-diferenciados.

As distribuições das diferenças na variação dos valores unitários médios por produto entre exportadores portugueses e da UE, entre 2002/2003 e 2013/2014 (Gráficos 16A e 17A) oferecem uma perspectiva mais detalhada. Como esperado, as distribuições são semelhantes nos dois anos, apresentando uma moda em torno de zero, e uma aba mais longa do lado direito da distribuição. Tal significa que para alguns pares produto-exportador os valores unitários médios aumentaram substancialmente mais do que na UE. Os gráficos 16B e 17B mostram as proporções correspondentes no total das exportações de bens. Tanto em 2002/2003, como em 2013/2014, estas percentagens distribuem-se uniformemente em torno de zero.

6. Mercados

A escolha dos mercados de exportação por parte das empresas é o resultado de uma combinação complexa de fatores, que vão desde as condições macroeconómicas gerais até à estrutura de mercado, custos de transação, distância geográfica e

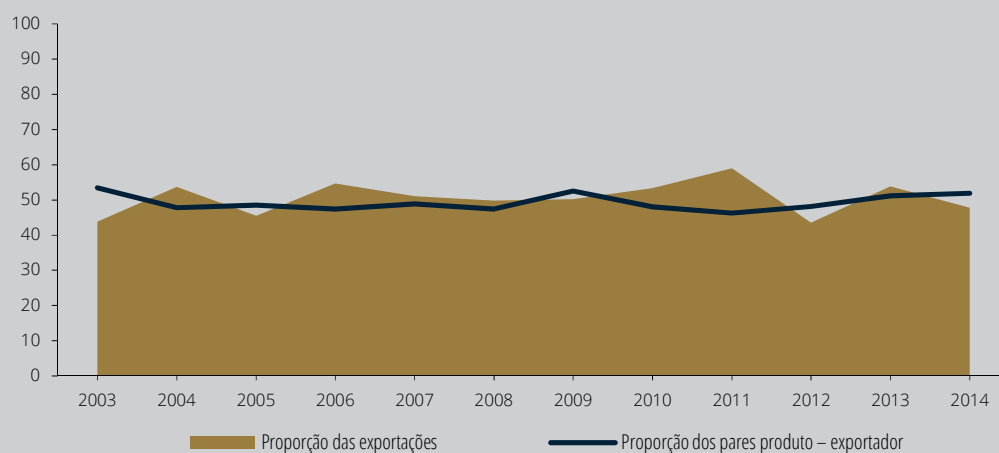


Gráfico 15 •
Exportadores com um diferencial positivo no crescimento dos valores unitários médios (Portugal vs EU)
| Em percentagem

Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e *Easy Comext*.

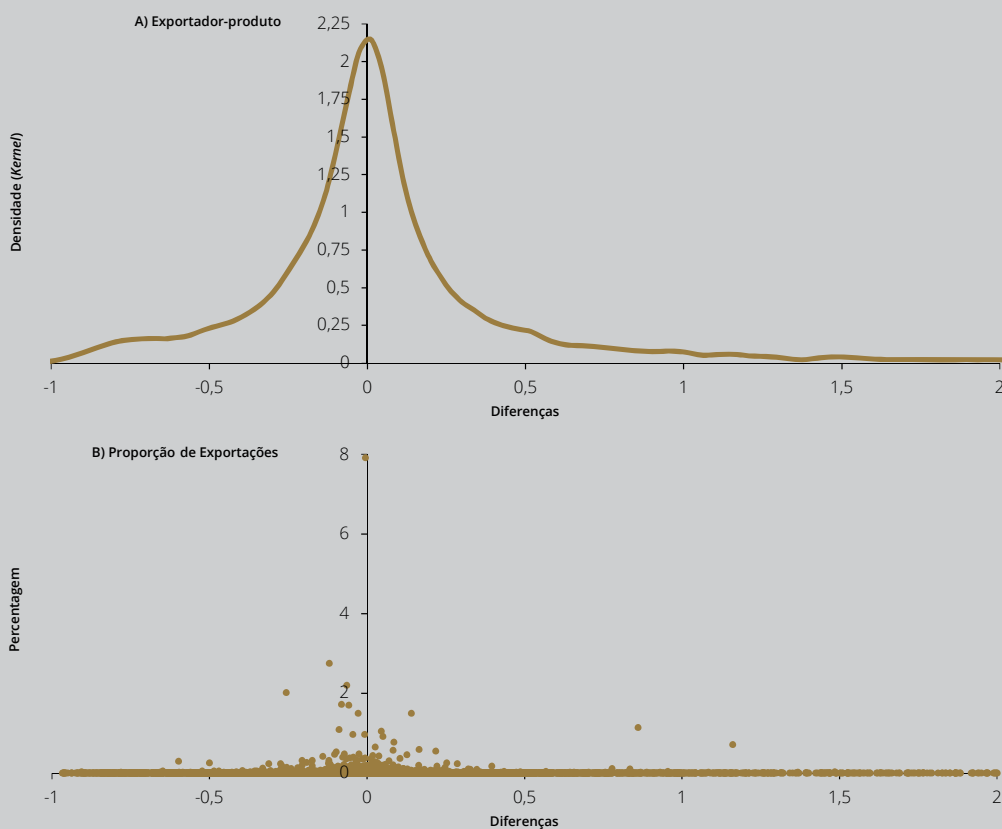
ligações históricas. No contexto deste artigo, vale a pena considerar duas dimensões específicas.

Em primeiro lugar, o número de mercados de destino tem implicações em termos de diversificação do risco, uma vez que a capacidade de acomodar o efeito de choques negativos que ocorram em localizações específicas é maior se o cabaz de exportações incluir vários mercados. No entanto, a literatura empírica do comércio internacional tem enfatizado a existência de custos fixos para entrar em novos mercados que podem resultar de fatores como a instalação de uma cadeia de distribuição ou o cumprimento da legislação local. Um segundo aspeto relaciona-se com o comportamento das exportações num cenário de crise no mercado interno.

Alguns artigos identificaram uma correlação negativa entre estas duas dimensões, utilizando dados agregados para Portugal e para outros países europeus (Esteves e Rua, 2015, e Bobeica

et al., 2016). É importante apresentar brevemente os argumentos para a ligação entre o comportamento das exportações e os desenvolvimentos na procura interna. Por um lado, será de esperar que os esforços para identificar mercados potenciais se intensifiquem quando o mercado interno está a contrair. Por outro lado, a capacidade das empresas para entrarem e serem bem-sucedidas nos mercados externos não depende das condições do mercado interno, mas antes das suas próprias características. Além disso, os custos de entrada nos mercados externos podem tornar-se um obstáculo relativamente mais forte para algumas empresas num momento em que a rentabilidade está pressionada em baixa devido a um menor volume de negócios interno. Assim, *a priori* é difícil antecipar se uma descida nas vendas internas vai levar as empresas com nula ou baixa atividade no exterior a encetarem um reforço da sua internacionalização.

Gráfico 16 •
Distribuição das diferenças do crescimento dos valores unitários médios (Portugal vs EU): 2002/2003



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e *Easy Comext*.

O gráfico 18 apresenta o peso no total das exportações de bens das empresas cujos 3 maiores destinos de exportação representam mais de 75 por cento do total das vendas no exterior. Os exportadores fortemente dependentes de

um pequeno número de mercados de destino representam mais de 60 por cento das exportações. Embora esta seja uma característica estrutural e as variações anuais tendam a ser pequenas, é visível uma tendência decrescente durante

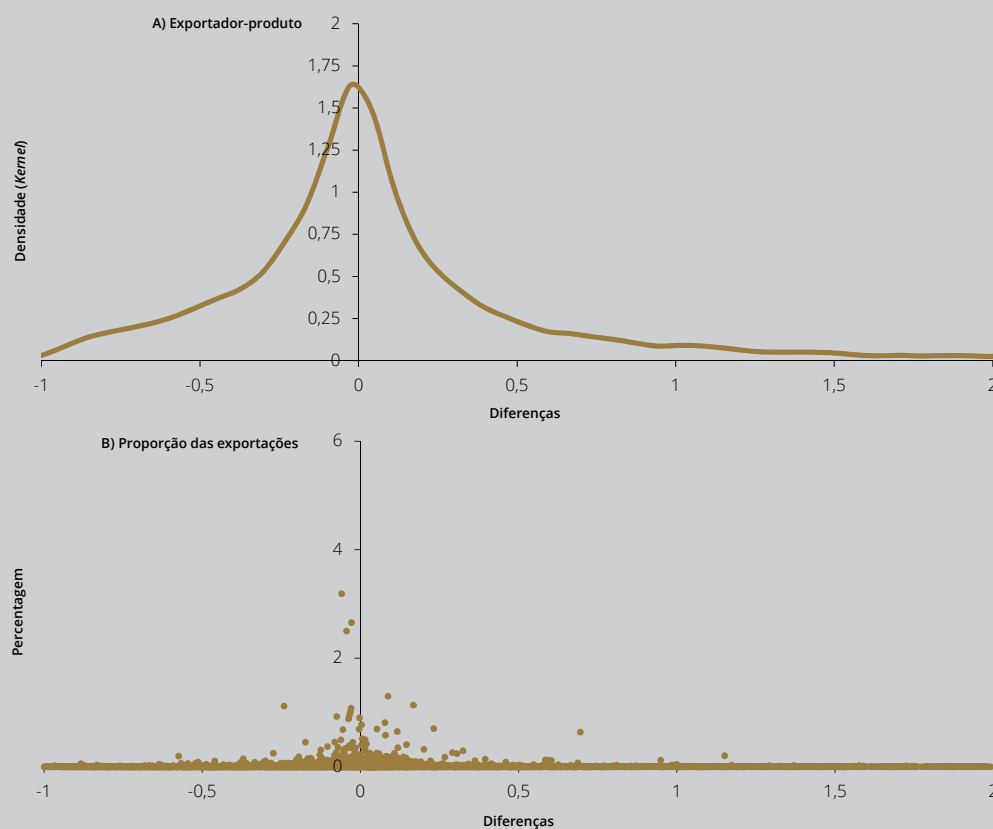


Gráfico 17 •
Distribuição das diferenças do crescimento dos valores unitários médios (Portugal vs EU): 2013/2014

Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e *Easy Comext*.

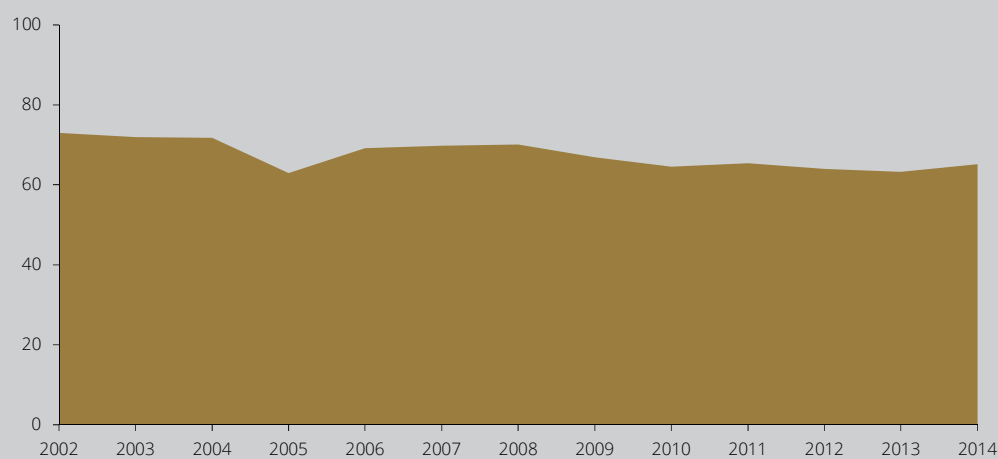


Gráfico 18 •
Empresas cujos três maiores destinos representam pelo menos 75 por cento das suas exportações | Proporção das exportações, em percentagem

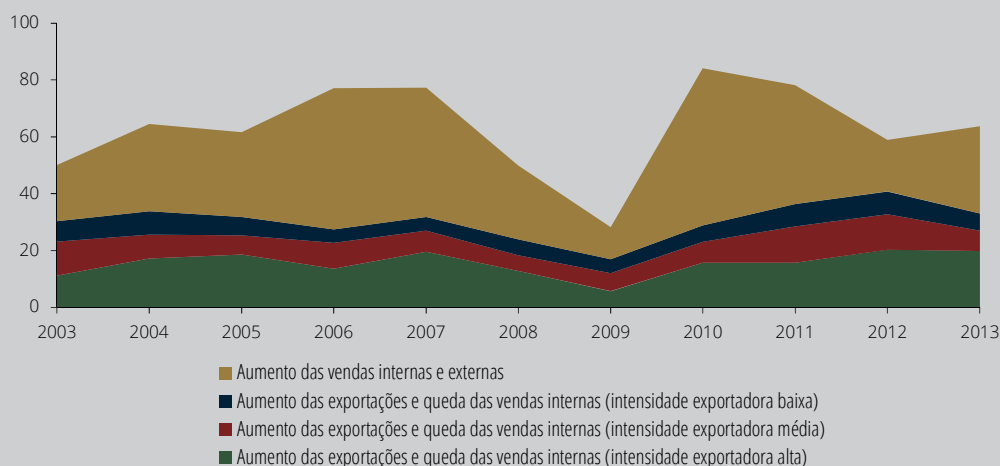
Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat* e *Extrastat*.

os anos 2000, de 73 por cento, em 2002, para 65 por cento, em 2014. Tal significa que tem havido uma progressiva diversificação dos mercados exportadores ao nível da empresa. Esta diversificação pode ser importante para sustentar uma boa dinâmica das exportações no futuro. Na verdade, o crescimento económico mundial tem mostrado grande volatilidade e importante heterogeneidade geográfica. Esta situação está, em parte, associada a elevados níveis de dívida e ao limitado espaço de manobra para as

políticas económicas nas economias avançadas. Uma maior diversificação, especialmente em termos de mercados extracomunitários, é uma forma de mitigar os riscos que possam surgir neste contexto.

A decomposição das exportações totais de acordo com a situação das empresas exportadoras nos mercados interno e externos, interpretada como a variação das vendas em cada um deles, ajuda a esclarecer a relação entre as exportações e os desenvolvimentos no mercado interno⁶.

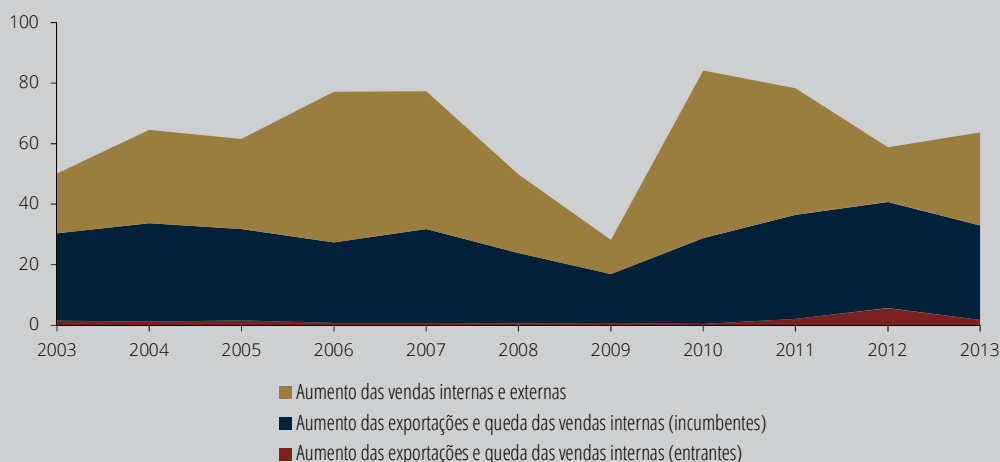
Gráfico 19 •
Evolução das exportações e desempenho das empresas nos mercados interno e externo por intensidade exportadora
| Proporção das exportações, em percentagem



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e dos Quadros de Pessoal.

Nota: As intensidades exportadoras foram classificadas como baixa, média ou alta consoante pertencessem aos intervalos [0 %, 33 %], [33 %, 66 %] e [66 %, 100 %], respetivamente.

Gráfico 20 •
Evolução das exportações e desempenho das empresas nos mercados interno e externo – *entrantes* e *incumbentes*
| Proporção das exportações, em percentagem



Fontes: Cálculos do Banco de Portugal a partir dos dados do *Intrastat*, *Extrastat* e dos Quadros de Pessoal.

Nota: Ambos os gráficos apresentados acima excluem, dos cálculos, empresas cujo volume de negócios fosse inferior às exportações. Os principais resultados mantêm-se quando estas empresas são incluídas. Para informação mais detalhada veja a nota número 6.

O gráfico 19 mostra que o contributo para o valor total dos bens exportados por parte de empresas cujas vendas face ao ano anterior aumentaram simultaneamente nos mercados interno e externo é dominante no período em análise. A exceção é o ano de 2009, quando as exportações da maioria das empresas desceram na sequência do grande colapso do comércio internacional. Este contributo decresceu após 2010, com o aumento da importância das empresas cujas exportações cresceram e as vendas internas desceram. Tal reflete o forte ajustamento macroeconómico ocorrido durante o Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal. É possível retirar conclusões adicionais a partir da contribuição para as exportações totais das empresas que registam aumentos nas exportações e reduções nas vendas para o mercado interno, decomposta por nível de intensidade exportadora no ano anterior. O gráfico 19 mostra que tal contribuição advém principalmente das empresas com maior intensidade exportadora e, em menor escala, das que apresentam uma intensidade exportadora média. As empresas com baixa intensidade exportadora apresentam um contributo muito baixo e estável entre 2003 e 2013. Além disso, classificando as empresas como *entrantes* ou *incumbentes*⁷ no mercado externo (Gráfico 20), o contributo do primeiro grupo aparece como extremamente reduzido. Assim, existe pouca evidência de que empresas sem um prévio envolvimento forte nos mercados externos tenham acomodado os choques negativos na procura interna vendendo mais no exterior. Pelo contrário, aquelas que tinham maior participação nos mercados externos aumentaram as exportações num momento de contração das vendas no mercado interno.

7. Considerações finais

O desempenho das exportações é muito importante para as perspetivas da economia portuguesa. Elevadas taxas de crescimento das exportações permitem acomodar um crescimento continuado da procura interna sem comprometer a capacidade líquida de financiamento da economia, reconhecida como um resultado positivo do processo de ajustamento dos últimos anos. Além do mais, os excedentes

comerciais contribuem para a progressiva melhoria da posição de investimento internacional negativa do país.

A disponibilidade de dados de comércio internacional ao nível da empresa permite avaliar aspectos específicos da evolução das trocas comerciais no médio prazo, particularmente no que concerne às características das empresas nelas intervenientes. Neste artigo, onde se excluem as empresas de bens energéticos, são obtidos alguns resultados que enquadram os recentes desenvolvimentos das exportações portuguesas.

Em primeiro lugar, as empresas não transformadoras estão ativas no comércio internacional de bens, representando cerca de 1/5 e 2/3 das exportações e importações, respetivamente. Além disso, a comparação entre as distribuições das intensidades das exportações e das importações das empresas transformadoras indicia uma baixa utilização de bens intermédios externos para a produção, ou seja, uma participação ainda limitada nas cadeias de valor globais.

Em segundo lugar, o peso dos exportadores jovens nas exportações de bens é relativamente alto, situando-se em cerca de 16 por cento em 2014, mas tem vindo a decrescer desde o início da década de 2000. Esta descida tem sido mais forte para os exportadores com menos de 5 anos de idade, em particular nos últimos anos. Neste contexto, o processo de reestruturação dos setores exportadores pode perder dinâmica. Assim, é importante assegurar que o acesso ao financiamento e os custos de contexto gerais não sejam um obstáculo à entrada de novos exportadores.

Em terceiro lugar, não existe evidência de reduções generalizadas nos valores unitários dos bens exportados face ao que acontece nos países da UE. Tal sugere uma limitada relevância dos fatores de competitividade-preço na explicação do crescimento robusto das exportações portuguesas de bens nos últimos anos. Alternativamente, outros elementos de competitividade, que não o preço, podem ter-se tornado progressivamente mais importantes, particularmente nos segmentos com maior valor acrescentado.

Em quarto lugar, é visível uma ligeira tendência descendente no que respeita ao peso dos

exportadores de bens cujos três principais destinos representam mais do que 3/4 do total das suas vendas ao exterior. Tal significa que existe alguma evidência de diversificação de mercados por parte dos exportadores portugueses. Adicionalmente, depois de 2010, tem havido um importante contributo por parte das empresas cujas vendas aumentaram no mercado externo e desceram no mercado interno. No entanto, embora esta intensificação das exportações coincida com uma contração da procura interna, esta margem de resposta parece

ser utilizada principalmente por empresas com média ou elevada intensidade exportadora.

Em síntese, existiram alguns desenvolvimentos positivos no perfil das empresas portuguesas que participam no comércio internacional. No entanto, a reestruturação do padrão de exportação precisa de ser aprofundada. A continuação e a plena implementação da agenda de reformas estruturais que tem sido preconizada por diversas organizações internacionais constituem fatores-chave a este respeito.

Referências

- Amador, J. e Opromolla, Luca David, 2013, "Product and destination mix in export markets", *Review of World Economics*, vol. 149(1), pages 23-53.
- Amador, J. e Cabral, M., 2014, "A Economia Portuguesa no Contexto Global", in *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010*, Parte II – Internacionalização, Editora Almedina-Actual.
- Amador, J. e di Mauro, F., 2015 (editores), "The Age of Global Value Chains: Maps and Policy Issues", Introduction, *Vox EU eBook*, CEPR.
- Banco de Portugal, 2013, "As empresas portuguesas no comércio internacional", *Boletim Económico*, Tema em destaque, Inverno 2013.
- Bobeica, E., Esteves, P., Rua, A., Staehr, K., 2016, "Exports and domestic demand pressure: a dynamic panel data model for the euro area countries", *Review of World Economics*, vol. 152(1), pages 107-125.
- Esteves, P. e Rua, A., 2015, "Is there a role for domestic demand pressure on export performance?", *Empirical Economics*, Springer, vol. 49(4), pages 1173-1189.

Notas

- Os limiares de reporte são definidos por cada Estado-Membro e garantem que todas as empresas com exportações (importações) anuais para o (provenientes do) Mercado Único superiores ao limiar reportam as suas transações intracomunitárias, não impedindo qualquer empresa com valores inferiores de fazer o mesmo.
- O limiar de reporte referente às transações intracomunitárias toma valores entre 85 000 € e 550 000 € para as exportações e entre 60 000 € e 400 000 € para as importações, nos últimos 14 anos. O valor mais elevado do limiar para ambos os fluxos comerciais ocorre em 2009, mais que duplicando quando comparado com os anos anterior e seguinte. Após 2009 o valor do limiar reduz-se fortemente, mantendo-se depois relativamente estável. Ao comparar o número de empresas que responde ao inquérito nos anos em torno de 2009, assim como os valores reportados e a sua distribuição, conclui-se que as diferenças não são significativas. A maioria das empresas presentes no ano de 2008, reportam também os seus dados no ano seguinte, mesmo aquelas cujo volume de trocas cai abaixo do limiar. Por outro lado, se o corte tivesse sido feito utilizando o limiar de 2009, uma parte significativa da amostra seria perdida. Por estas razões, escolheu-se como limiar para comparações temporais o segundo valor mais alto.
- Os conceitos de intensidade exportadora e importadora têm leituras distintas mas refletem conjuntamente o nível de internacionalização da empresa. No primeiro caso mede-se a importância do mercado externo na atividade. No segundo caso mede-se a importância dos mercados externos enquanto origem de bens necessários a essa mesma atividade.
- Para os anos de 2002 e 2013 não existe informação relativa à idade ou ano de criação das empresas.
- A variação de 2006 para 2007 no peso das empresas com idade de 6 a 10 anos resulta também de um fator temporário associado à transição, para o grupo etário seguinte, de exportadores relevantes inseridos no setor da "fabricação de componentes e de placas, eletrónicos".
- As empresas cujo volume de negócios era inferior às exportações totais num determinado ano foram excluídas da análise, uma vez que as vendas internas inferidas seriam negativas. Esta situação pode ocorrer devido a erros de reporte mas também por motivos de valoração, visto que as exportações são contabilizadas em termos do valor franco a bordo, *free-on-board* (valor da mercadoria no local e momento em que deixa o território nacional, livre de qualquer encargo suplementar, mas incluindo as despesas de transporte e seguro referentes à parte do trajeto que se situa em território português). Adicionalmente, existem empresas que não reportam volume de negócios. Assim, a cobertura das exportações diminui para aproximadamente 80 por cento nesta subsecção.
- Uma empresa é considerada *entrante* se nos dois anos anteriores não tiver reportado qualquer informação ao *Intra* ou *Extrastat*. Desta forma, ao analisar o desempenho nos mercados externo e interno do ano t para $t+1$, um *entrante* é uma empresa que não constava da base de dados nem em $t-1$ nem em $t-2$.

Caixa 1 | Metodologia utilizada no cálculo das taxas de crescimento dos valores unitários das exportações de bens

Para comparar a evolução dos preços unitários portugueses e estrangeiros no âmbito do comércio internacional, é necessário proceder à harmonização dos dados, especialmente quando a análise é feita ao nível da empresa. Esta caixa explica as etapas do procedimento adotado.

Recolheram-se, a partir da base de dados *Comext*, índices de valor unitário das exportações para cada Estado-Membro da UE por produto (definido a dois dígitos da *Standard International Trade Classification*, revisão 3 de 2006 – SITC3). Estes índices são calculados pelo *Eurostat* utilizando uma metodologia comum a todos os países, a qual dá origem a índices de Fisher anuais para o valor unitário dos produtos exportados por cada Estado-Membro, com base em 2010. A partir destes índices calcularam-se taxas de crescimento anuais em cadeia para o valor unitário das mercadorias exportadas desde 2002. Dada a finalidade do exercício apresentado na secção 5, as taxas de crescimento dos valores unitários para os pares país-produto foram agregadas ao nível da SITC3 (dois dígitos). O processo de agregação foi implementado utilizando duas abordagens diferentes mas que produzem resultados praticamente idênticos. A primeira abordagem utiliza a taxa média de crescimento do valor unitário de determinado produto entre anos consecutivos, enquanto a segunda pondera cada taxa de crescimento pela quota de mercado do respetivo país. Desta forma obtiveram-se taxas de crescimento anuais do valor unitário de cada bem exportado pela UE.

Os valores unitários médios para os exportadores portugueses foram calculados após a exclusão de valores discrepantes (*outliers*) tanto na dimensão *cross-section*, como na dimensão temporal. Primeiramente, o método de identificação de *outliers* baseou-se no desvio mediano absoluto (DMA), uma vez que esta medida de dispersão – assim como a medida de localização que lhe está associada – é menos afetada por *outliers* do que o desvio-padrão e a média. Adicionalmente avaliou-se, em cada ano, a simetria das distribuições dos valores unitários de cada produto (definido a oito dígitos da Nomenclatura Combinada – NC), visto que o método de deteção de *outliers* deve ser adaptado nos casos em que a distribuição é enviesada. Utilizou-se para este fim o coeficiente de assimetria g_1 , tendo-se excluído os casos em que existem menos de três observações por produto ou em que este apresenta um valor unitário constante. Como regra geral, as distribuições cujo coeficiente g_1 estivesse compreendido entre -0,8 e 0,8 foram classificadas como não enviesadas. Em tais situações, o valor de corte definido ao DMA foi igual a 2, embora esta situação se aplique a apenas alguns produtos, pois a maioria das distribuições é enviesada à direita.

No que concerne às distribuições assimétricas aplicou-se um procedimento duplo. Este consiste em dividir as observações em dois grupos: o primeiro inclui as observações abaixo e iguais à mediana e o segundo as restantes. Para cada grupo calculou-se o DMA, utilizando-se o do primeiro conjunto para avaliar os pontos abaixo ou iguais à mediana e o do último para analisar observações com valor unitário superior à mediana. Finalmente, sempre que o DMA tomou o valor zero, porque mais do que 50 por cento das observações de um produto apresentavam valores idênticos, tais registos comerciais foram excluídos.

A segunda etapa de deteção de *outliers* utiliza a dimensão temporal da base de dados. Nesta fase excluem-se valores unitários que sejam dez vezes superiores ou inferiores ao valor unitário mediano dos anos anterior ou seguinte. Uma vez que a NC é revista anualmente, foi necessário criar famílias sintéticas que agrupassem os códigos da NC a oito dígitos entre anos consecutivos por forma a assegurar a comparabilidade dos produtos ao longo do tempo (Branco e Opromolla, 2012).

De seguida, os valores unitários que sobreviveram ao procedimento em dois passos acima descrito foram agregados ao nível da empresa-SITC, a fim de calcular taxas de crescimento dos valores unitários comparáveis às observadas para o conjunto da UE. Neste contexto, foi necessário estabelecer uma correspondência anual entre a NC (oito dígitos) e SITC (cinco dígitos). Esta está disponível na *World Integrated Trade Solution* (Banco Mundial) assim como no *Reference and Management of Nomenclatures* (Eurostat). Até 2006 a correspondência faz uso da terceira revisão da SITC e a partir de 2007 da quarta. Visto que os índices disponíveis no *Comext* estão em termos da terceira revisão, foi novamente necessário criar uma família sintética que uniformizasse os produtos destas duas revisões. Finalmente, as taxas de crescimento dos valores unitários foram agregadas ao nível produto-empresa, definindo como pesos a contribuição de cada produto no total das exportações da empresa.

