



I Projeções para a economia portuguesa: 2018-2020

Caixa 1 Hipóteses do exercício
de projeção

Caixa 2 Perspetivas orçamentais
no médio prazo

Caixa 3 Evolução recente da quota de
mercado das exportações portuguesas

Caixa 4 Evolução da inflação em Portugal
e na área do euro: contributos das
componentes procíclica e acíclica

Caixa 5 Impacto macroeconómico
do aumento das tensões
protecionistas globais

1 Introdução

As projeções para a economia portuguesa apresentadas neste *Boletim Económico* apontam para a manutenção de uma trajetória de expansão ao longo do período 2018-20, embora a um ritmo progressivamente menor. Após um crescimento de 2,7% em 2017, o Produto Interno Bruto (PIB) deverá crescer 2,3% em 2018, 1,9% em 2019 e 1,7% em 2020 (Quadro I.1.1). O crescimento em 2018 situa-se ligeiramente acima do publicado pelo Banco Central Europeu (BCE) para o conjunto da área do euro, sendo idêntico em 2019-20. Em 2018 o PIB deverá recuperar o nível observado antes da crise financeira internacional, em 2008, e situar-se cerca de 5% acima desse nível em 2020.

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2018-2020 | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2017	BE junho 2018				Projeção março 2018			
		2017	2018 ^(p)	2019 ^(p)	2020 ^(p)	2017	2018 ^(p)	2019 ^(p)	2020 ^(p)
Produto Interno Bruto	100,0	2,7	2,3	1,9	1,7	2,7	2,3	1,9	1,7
Consumo privado	65,1	2,3	2,2	1,9	1,7	2,2	2,1	1,9	1,7
Consumo público	17,6	-0,2	0,8	0,1	0,2	0,1	0,5	0,4	0,5
Formação bruta de capital fixo	16,2	9,1	5,8	5,5	5,4	9,0	6,5	5,6	5,4
Procura interna	99,0	2,8	2,5	2,2	2,1	2,8	2,7	2,3	2,2
Exportações	43,1	7,8	5,5	4,6	4,3	7,9	7,2	4,8	4,2
Importações	42,1	7,9	5,7	5,0	5,0	7,9	7,7	5,4	5,0
Contributo para o crescimento do PIB líquido de importações (em pp) ^(a)									
Procura interna		1,2	1,1	1,0	0,9	1,2	1,1	1,1	1,0
Exportações		1,5	1,2	0,9	0,8	1,5	1,2	0,8	0,7
Emprego ^(b)		3,3	2,6	1,2	0,9	3,3	1,9	1,3	0,9
Taxa de desemprego		8,9	7,2	6,2	5,6	8,9	7,3	6,3	5,6
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,4	1,8	1,8	1,8	1,4	2,1	2,1	1,9
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,8	0,9	1,0	0,9	1,8	1,5	1,6	1,3
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,6	1,4	1,5	1,4	1,6	1,2	1,4	1,5

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. pp – pontos percentuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2013. Para mais informações, ver a Caixa “O conteúdo importado da procura global em Portugal”, *Boletim Económico* de dezembro 2017. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

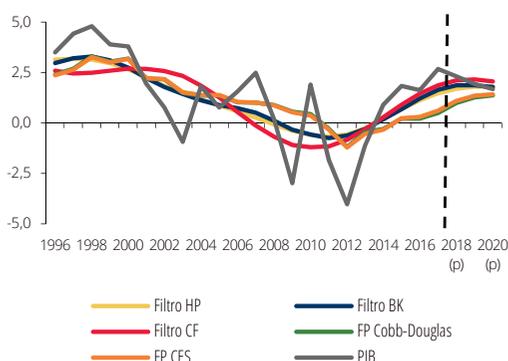
Ao longo do horizonte de projeção a economia portuguesa deverá continuar a beneficiar de um enquadramento económico e financeiro favorável (Capítulo 2 e Caixa 1). Em particular, a procura externa dirigida à economia portuguesa deverá apresentar um crescimento em torno de 4%, as condições monetárias e financeiras deverão manter-se globalmente favoráveis – refletindo a orientação acomodatória da política monetária na área do euro, num quadro de redução gradual do impacto dos estímulos não convencionais adotados nos últimos anos – e as condições de financiamento dos agentes económicos deverão manter-se relativamente estáveis.

Após o mais recente período de recessão, sem antecedentes na economia portuguesa, o crescimento projetado para o PIB é superior à média das estimativas disponíveis para o crescimento do produto potencial (Gráfico I.1.1). Deste modo, antecipa-se que o hiato do produto seja positivo nos próximos anos. As atuais projeções apontam para uma gradual maturação do processo de expansão da economia portuguesa no período 2018-20, aproximando-se progressivamente do

ritmo de crescimento potencial. Este perfil de desaceleração traduz algum abrandamento da procura externa e restrições do lado da oferta que refletem constrangimentos estruturais a um maior crescimento potencial.

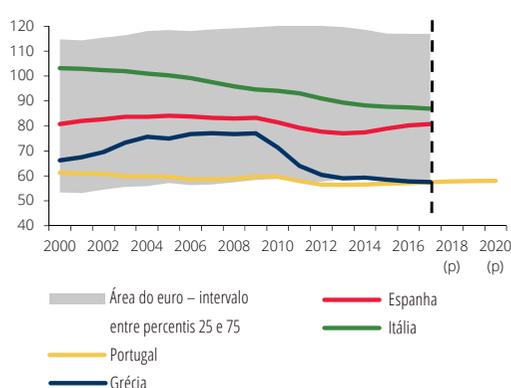
De acordo com as projeções publicadas pelo BCE, a progressiva maturação do processo de expansão é extensível à área do euro. Neste quadro, projeta-se a continuação do processo muito gradual de convergência real da economia portuguesa face à área do euro, medida pelo PIB *per capita* (Gráfico I.1.2). Não obstante a evolução projetada para o PIB *per capita*, este crescimento será insuficiente para compensar a divergência real acumulada até 2013.

Gráfico I.1.1 • Taxa de variação do PIB e do PIB potencial | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Para uma descrição detalhada das medidas do produto potencial ver o Tema em destaque “Produto potencial: desafios e incertezas”, *Boletim Económico* de dezembro de 2017.

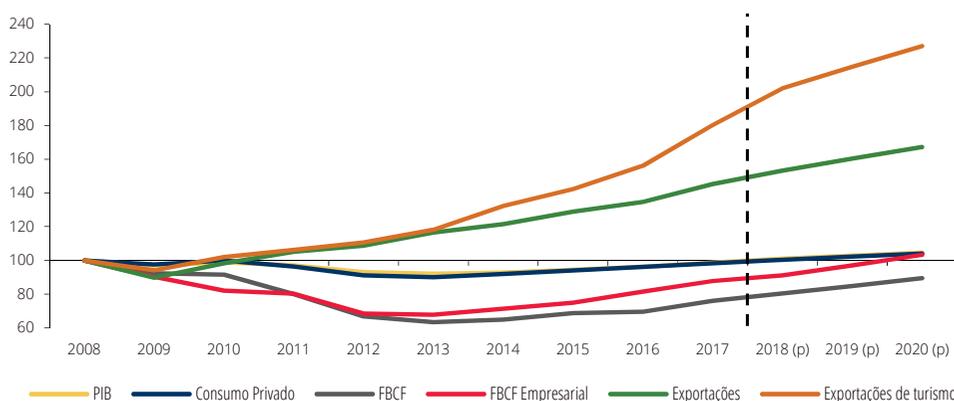
Gráfico I.1.2 • PIB *per capita* | Em percentagem do PIB *per capita* da área do euro



Fontes: BCE, Banco de Portugal, Comissão Europeia e INE. | Notas: (p) – projectado. Os dados relativos à população correspondem às projeções da Comissão Europeia para 2018-19, sendo que para 2020 se admitiu a taxa projetada para 2019.

A evolução da atividade está sustentada no dinamismo das exportações e na recuperação do investimento, a par de um crescimento moderado do consumo privado. O crescimento das exportações reflete a evolução da procura externa e ganhos de quota de mercado que se vão desvanecendo ao longo dos próximos anos. Em 2020 o valor das exportações de bens e serviços deverá situar-se 67% acima do nível registado em 2008, sendo de destacar a evolução da componente de turismo, que mais do que duplica o seu nível (Gráfico I.1.3). A recuperação da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) ocorre num quadro de manutenção de condições monetárias e financeiras acomodáticas e de perspetivas favoráveis quanto à evolução da procura global. Não obstante a evolução projetada para a FBCF, no final do horizonte de projeção esta componente deverá situar-se ainda cerca de 10% abaixo do valor observado em 2008, refletindo o comportamento do investimento público e residencial, uma vez que o investimento empresarial deverá recuperar o nível pré-crise no final de 2019. Por seu turno, o consumo privado deverá apresentar alguma desaceleração, aproximadamente em linha com a evolução do PIB. O perfil do consumo privado traduz o desvanecer de efeitos associados à concretização de despesas que tinham sido adiadas no quadro da última recessão, bem como a evolução do rendimento disponível real, influenciada por um crescimento moderado dos salários reais e pela continuação da recuperação do mercado de trabalho, embora a um ritmo progressivamente menor. Neste quadro, a taxa de desemprego deverá diminuir ao longo do horizonte, para um nível ligeiramente abaixo de 6% em 2020.

Gráfico I.1.3 • PIB e componentes da procura global | Índice 2008=100



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

O padrão de crescimento económico projetado contribui para o aumento do grau de abertura da economia portuguesa, que é acompanhado pela manutenção de um excedente da balança corrente e de capital ligeiramente abaixo de 2% do PIB no período 2018-20, permitindo a continuação da redução gradual dos níveis de endividamento externo.

A taxa de inflação, medida pela taxa de variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá estabilizar em torno de 1,4% ao longo do horizonte de projeção, refletindo as hipóteses para a evolução do preço do petróleo e a aceleração gradual dos preços da componente não energética. Esta dinâmica configura uma evolução para a inflação ligeiramente inferior à publicada pelo BCE para o conjunto da área do euro.

Comparativamente com as projeções publicadas na nota de março de 2018, o ritmo de crescimento do PIB mantém-se inalterado, embora haja algumas revisões ao nível das componentes em 2018. Neste contexto, as exportações, a FBCF e as importações foram revistas em baixa, enquanto o consumo privado e o consumo público foram revistos ligeiramente em alta, refletindo em larga medida a informação disponível para o primeiro trimestre. A projeção para a inflação foi revista em alta em 2018 e 2019 e ligeiramente em baixa no final do horizonte de projeção.

2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas

Em 2017 o enquadramento externo da economia portuguesa foi muito favorável.¹ A atividade e o comércio mundiais aceleraram, num quadro de manutenção de políticas monetárias acomodáticas, de níveis de sentimento económico elevados nas economias avançadas e de aumento dos preços internacionais de matérias-primas.

1. Para uma análise mais detalhada sobre a evolução da economia portuguesa em 2017 ver o *Boletim Económico* de maio de 2018.

O crescimento robusto da atividade económica mundial manteve-se no início de 2018, mas assistiu-se a algum abrandamento nas principais economias avançadas. Na área do euro, o PIB desacelerou para 0,4% no primeiro trimestre de 2018, o que compara com uma taxa de variação em cadeia de 0,7% no trimestre anterior. Este crescimento mais moderado surge após os fortes aumentos registados em 2017 e encontra-se, em parte, condicionado por fatores idiossincráticos e temporários em algumas das maiores economias da área do euro. Por seu turno, os indicadores de curto prazo para o comércio mundial apontam igualmente para uma desaceleração no início de 2018.

O atual processo de expansão da economia global deverá prolongar-se ao longo do horizonte de projeção, ainda que a um ritmo menor, num contexto de redução gradual do impacto dos estímulos da política monetária e alguma moderação do crescimento do comércio internacional, não obstante a orientação procíclica da política orçamental em alguns países, com destaque para os Estados Unidos da América (EUA). De acordo com o exercício de projeção do Eurosistema, o PIB mundial deverá crescer 3,8% em 2018 (após 3,6% em 2017), desacelerando progressivamente para 3,5% em 2020 (Quadro I.2.1).² Na área do euro, a atividade também deverá registar um abrandamento, projetando-se crescimentos de 2,1% em 2018, 1,9% em 2019 e 1,7% em 2020 (Gráfico I.2.1).

Quadro I.2.1 • Enquadramento externo

	BE junho 2018				Projeção março 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB mundial	3,6	3,8	3,6	3,5	3,5	3,8	3,8	3,5
PIB na área do euro	2,5	2,1	1,9	1,7	2,5	2,4	1,9	1,7
Comércio mundial	5,1	5,1	4,6	4,0	5,0	5,0	4,7	4,0
Procura externa	4,5	4,3	4,4	3,9	4,5	4,7	4,2	3,7

Fonte: Eurosistema.

O comércio mundial deverá apresentar um crescimento robusto em 2018, superior ao projetado para o PIB. Em 2019-20, este agregado deverá abrandar tal como projetado para a atividade. A procura externa dirigida à economia portuguesa deverá crescer acima de 4% em 2018-19, desacelerando para 3,9% em 2020 (Gráfico I.2.2). Esta evolução no final do horizonte é extensível à procura proveniente da área do euro e de mercados extra área do euro. Apesar de manter uma evolução sólida, o crescimento da procura externa no período 2018-20 encontra-se ainda abaixo do crescimento médio observado antes da crise financeira internacional. Face ao implícito na nota de projeções de março, a procura externa foi revista em baixa em 2018 e em alta em 2019-20 (Quadro I.2.1).

O preço do petróleo em dólares manteve no início de 2018 a trajetória ascendente observada em 2017. Esta evolução refletiu em parte o aumento dos riscos geopolíticos (relacionados com a situação política na Venezuela e as tensões entre os EUA e o Irão), um maior cumprimento do acordo entre membros e não-membros da OPEP para controlo da produção bem como a manutenção de uma

2. As projeções para a atividade e comércio mundiais, assim como para o PIB da área do euro, referidas neste Boletim resultam do exercício de projeção do Eurosistema, divulgado pelo BCE no dia 14 de junho (ver "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema", junho de 2018, disponível em https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201806_eurosystemstaff.en.pdf).

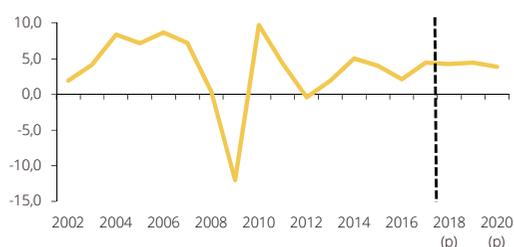
procura robusta.³ As expectativas implícitas nos mercados de futuros apontam para que o preço desta matéria-prima aumente aproximadamente 37% em 2018, situando-se próximo de 75 dólares por barril (valor ainda inferior aos níveis observados no período anterior a 2014) (Caixa 1). Em 2019-20, o preço do petróleo deverá cair, invertendo o perfil de recuperação observado desde 2016 (Gráfico I.2.3). A evolução é semelhante considerando o preço do petróleo em euros.

Gráfico I.2.1 • Produto interno bruto | Taxas de variação, em percentagem



Fonte: Eurosisistema. | Nota: (p) – projetado.

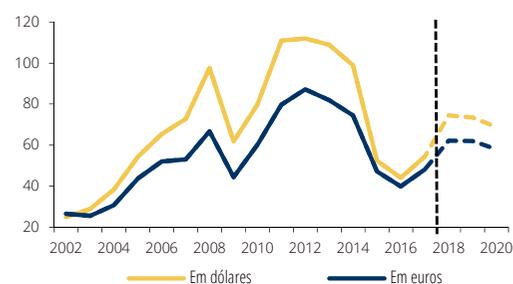
Gráfico I.2.2 • Procura externa dirigida à economia portuguesa | Taxa de variação, em percentagem



Fonte: Eurosisistema. | Nota: (p) – projetado.

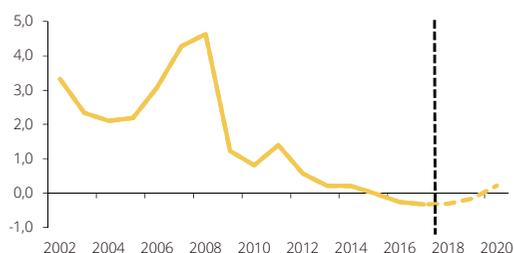
As condições monetárias e financeiras deverão permanecer globalmente favoráveis ao longo do horizonte de projeção, num quadro de manutenção de uma política monetária acomodatória por parte do BCE. Num contexto de redução gradual do impacto dos estímulos não convencionais adotados nos últimos anos, e tendo como base as expectativas de mercado, a taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses) deverá exibir um perfil ascendente no período 2018-20, embora se mantenha em níveis historicamente baixos (Caixa 1) (Gráfico I.2.4).

Gráfico I.2.3 • Preço do petróleo, por barril | Nível



Fonte: Eurosisistema (Hipóteses do exercício de projeção para o preço do petróleo).

Gráfico I.2.4 • Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses) | Em percentagem



Fonte: Eurosisistema (Hipóteses do exercício de projeção para a taxa de juro de curto prazo).

3. Para uma análise mais detalhada sobre a evolução da oferta e procura de petróleo ver a Caixa “Mercado de petróleo em 2017: evolução e perspetivas”, *Boletim Económico* de maio de 2018.

Caixa 1 • Hipóteses do exercício de projeção

As projeções para a economia portuguesa apresentadas neste Boletim baseiam-se num conjunto de hipóteses de enquadramento consistente com o exercício de projeção do Eurosistema, divulgado no dia 14 de junho. As hipóteses técnicas relativas ao preço do petróleo, taxas de juro e taxas de câmbio (Quadro C1.1) incorporam a informação disponível até 22 de maio, sendo 28 de maio a data de fecho do restante conjunto de indicadores.

Quadro C1.1 • Hipóteses técnicas do exercício de projeção

		BE junho 2018				Projeção março 2018			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Preço do petróleo em dólares	vma	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Preço do petróleo em euros	vma	48,2	62,2	62,1	58,0	48,2	52,6	49,5	47,2
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	3,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,0	3,0	3,0
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	2,4	2,1	-0,5	0,0	2,4	3,1	0,0	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24

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

As expectativas implícitas no mercado de futuros apontam para um aumento do preço do petróleo em dólares em 2018 e para uma redução nos dois anos seguintes. Em 2020 o preço deverá situar-se próximo de 69 dólares por barril. Comparando com o exercício de março, o preço do petróleo foi revisto em alta cerca de 10 dólares por barril, em média, no período 2018-20. A revisão do preço do petróleo em euros é ligeiramente superior dada a revisão em baixa da taxa de câmbio bilateral.

No que se refere às taxas de câmbio, a hipótese de manutenção de níveis constantes ao longo do horizonte de projeção traduz-se numa apreciação do euro em termos efetivos em 2018 inferior à registada em 2017 e à implícita na nota de projeções de março (refletindo em larga medida a depreciação do euro face ao dólar registada após a conclusão do exercício de março). Por construção, a variação da taxa de câmbio efetiva converge para zero ao longo do horizonte de projeção.

Tendo como base as expectativas de mercado, a taxa de juro de curto prazo deverá manter-se em níveis historicamente baixos ao longo do horizonte (0,2% em 2020), enquanto a taxa de juro implícita da dívida pública permanece em torno de 3%. Estas hipóteses foram ligeiramente revistas em baixa em 2019-20, face ao exercício de março.

As hipóteses relativas às variáveis orçamentais seguem as regras utilizadas no âmbito dos exercícios de projeção do Eurosistema, incorporando todas as medidas de política já aprovadas e suficientemente especificadas nos documentos orçamentais oficiais (Caixa 2).

A estimativa atual para 2018 aponta para um crescimento real de 0,8% do consumo público, que decorre, em larga medida, da hipótese de aumento do número de funcionários públicos. Prevê-se adicionalmente que a despesa em bens e serviços registre um aumento em 2018 (após uma queda de 0,9% em 2017), explicado em parte por uma menor poupança esperada associada a parcerias público-privadas do setor rodoviário e pelo efeito temporário dos gastos relacionados com os incêndios de 2017. A reversão deste último efeito pontual em 2019, num contexto de desaceleração do número de funcionários públicos e de redução dos encargos com parcerias público-privadas do setor rodoviário, resulta numa quase estabilização do consumo público em 2019 e 2020.

Relativamente à evolução do deflator do consumo público, assume-se uma variação positiva ao longo do horizonte de projeção. Esta evolução reflete o efeito do descongelamento gradual das progressões salariais na administração pública e a hipótese de atualização salarial em linha com a inflação a partir de 2019.

Após uma forte recuperação do investimento público em 2017 (aumento de 24,9% em relação a 2016), mantém-se a hipótese de crescimento significativo em 2018, embora de forma menos acentuada do que o perspetivado nos documentos orçamentais oficiais. Nos restantes anos do horizonte, assume-se a estabilização deste agregado em rácio do PIB.

3 Fatores de crescimento, procura e contas externas

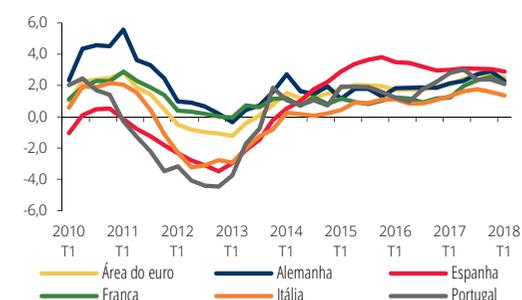
De acordo com a estimativa rápida divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), o PIB aumentou 2,1%, em termos homólogos e 0,4% em cadeia no primeiro trimestre de 2018, o que se traduz, em ambos os casos, numa desaceleração face ao trimestre anterior (Gráfico I.3.1).⁴ Após o forte crescimento em 2017 (2,7%), esta desaceleração era em parte esperada, mas foi intensificada pela existência de alguns fatores de natureza temporária, incluindo a elevada pluviosidade em março e a interrupção transitória de importantes unidades industriais no primeiro trimestre. O desempenho relativamente mais fraco no início de 2018 foi igualmente visível noutros países da união monetária (Gráfico I.3.2). Neste quadro, Portugal apresentou uma evolução do PIB semelhante à área do euro no primeiro trimestre, registando um crescimento idêntico em termos de taxa de variação em cadeia, embora ligeiramente menor em termos homólogos.

Gráfico I.3.1 • Produto interno bruto | Taxas de variação, em percentagem



Fonte: INE.

Gráfico I.3.2 • Produto interno bruto por país | Taxas de variação homóloga, em percentagem



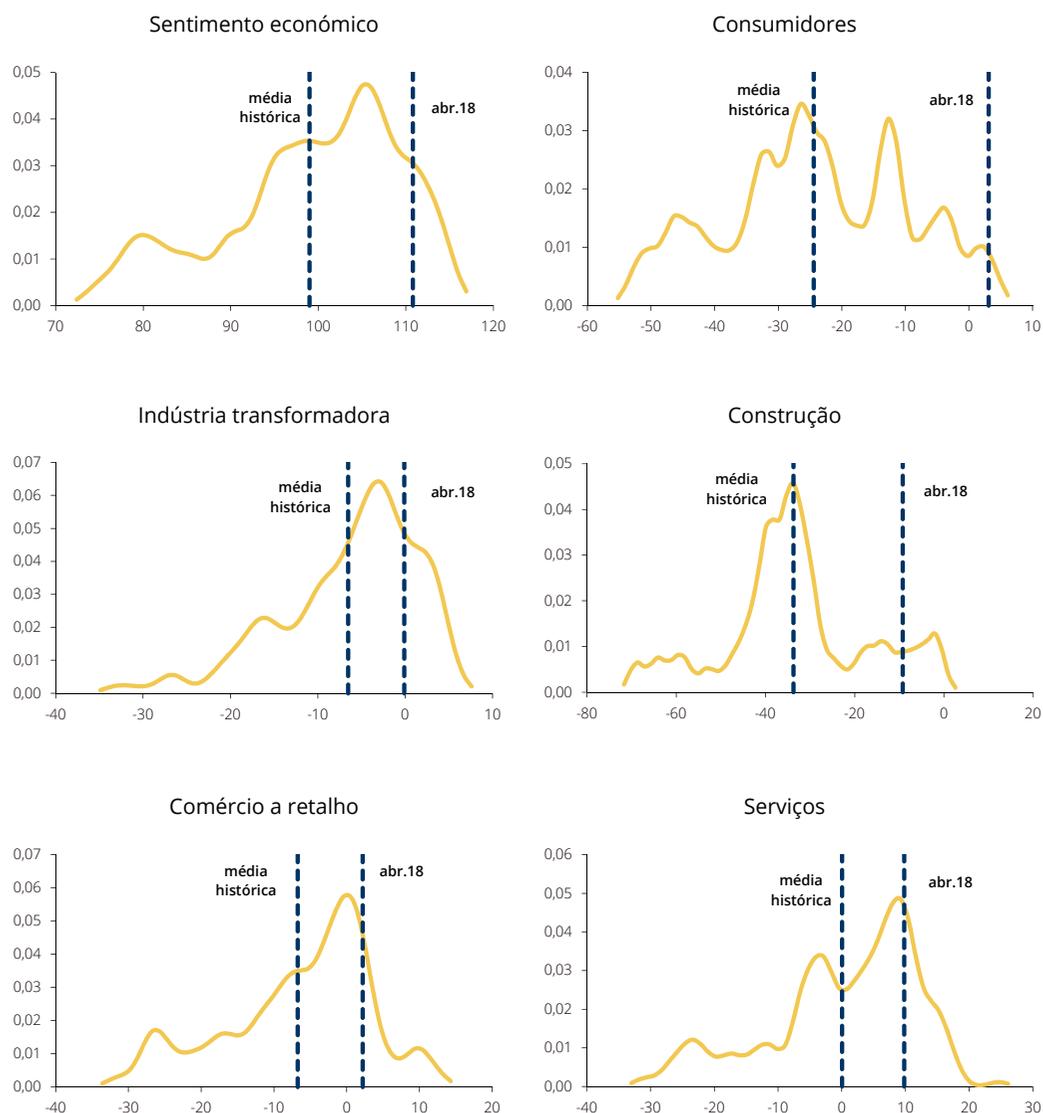
Fontes: Eurostat e INE.

Num contexto de dissipação de alguns fatores temporários que afetaram o desempenho da economia portuguesa no primeiro trimestre e de manutenção do enquadramento externo favorável, projeta-se alguma aceleração ao longo de 2018, consistente com um crescimento médio anual de 2,3%. Refira-se que o indicador de sentimento económico permanece em níveis historicamente elevados, o que é consistente com a manutenção de um crescimento robusto da atividade (Gráfico I.3.3). Esta dinâmica é generalizada às confianças dos consumidores e nos diferentes setores de atividade, destacando-se a resiliência em setores mais orientados para o mercado interno.

Ao longo do restante horizonte de projeção o PIB deverá apresentar um perfil de desaceleração, projetando-se crescimentos de 1,9% para 2019 e 1,7% para 2020, traduzindo o abrandamento da procura externa e estrangimentos estruturais a um maior crescimento potencial.

4. O conjunto de informação considerado tem data de fecho a 28 de maio, tendo sido incorporada a estimativa rápida do PIB mas não o detalhe das Contas Nacionais Trimestrais divulgado posteriormente. Neste contexto, a análise da evolução dos agregados da despesa no primeiro trimestre de 2018 tem como base a informação de conjuntura recente e a informação qualitativa contida na publicação da estimativa rápida.

Gráfico I.3.3 • Indicadores de confiança e de sentimento económico | Frequência relativa



Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Distribuições históricas dos saldos de respostas extremas, exceto no caso do sentimento económico que se trata de um índice. A amostra considera dados a partir da criação do euro (janeiro de 1999). As linhas a tracejado referem-se ao período mais recente disponível (abril de 2018) e à média histórica (1999-2017) da série.

Com base num exercício de contabilidade do crescimento, utilizando uma função de produção Cobb-Douglas, é possível decompor o crescimento do PIB *per capita* nos seus principais contributos desde o começo da área do euro (Gráfico I.3.4). De acordo com este exercício, o fator trabalho tem tido um papel importante na explicação do crescimento médio do PIB desde o início da recuperação da atividade económica. Para o período 2018-20 projeta-se a manutenção da recuperação do mercado de trabalho (Capítulo 4), antecipando-se um contributo médio do fator trabalho em torno de 1 pp para o crescimento do PIB.

O contributo positivo do emprego tem sido acompanhado por um aumento da acumulação de capital humano, medido pelo número médio de anos de escolaridade da força de trabalho, que apresentou um contributo em torno de 0,5 pp em média para o crescimento do PIB *per capita* no período 2014-17. Esta evolução enquadra-se numa trajetória de aumento das qualificações

médias da população portuguesa, que ainda são relativamente baixas por comparação com padrões europeus.⁵ Ao longo dos próximos anos perspetiva-se a continuação desta trajetória, com um contributo médio semelhante ao observado no passado recente. O capital humano é uma das componentes importantes na determinação do ritmo de crescimento da atividade e surge como um elemento que pode contrabalançar os efeitos negativos da evolução demográfica no longo prazo, que constitui um dos desafios importantes ao crescimento potencial da economia portuguesa.⁶

No que diz respeito ao fator capital, refira-se que no período de recuperação económica iniciado em meados de 2013, este fator teve um contributo aproximadamente nulo para o crescimento médio do PIB. A evolução do investimento observada ao longo das últimas duas décadas tem contribuído para a persistência de baixos níveis de capital por trabalhador, com consequências importantes na produtividade e no crescimento potencial da economia portuguesa. Neste quadro, Portugal apresenta um dos rácios de capital por trabalhador mais reduzidos entre os países da união monetária. Ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se alguma recuperação do *stock* de capital, traduzindo-se num contributo marginalmente positivo deste fator para o crescimento do PIB. Esta recuperação ocorre num quadro de manutenção da expansão do investimento empresarial, condição essencial para um crescimento económico sustentado e para o aumento da produtividade da economia, já que é através do capital que é feita a incorporação de novas tecnologias no processo produtivo.

Por último refira-se que, após um contributo nulo no período 2014-17, a produtividade total dos fatores, obtida por resíduo neste exercício, deverá apresentar um contributo marginalmente positivo nos próximos anos, traduzindo, entre outros fatores, uma melhor afetação de recursos na economia no seguimento de um processo de reorientação para os setores mais expostos à concorrência internacional.

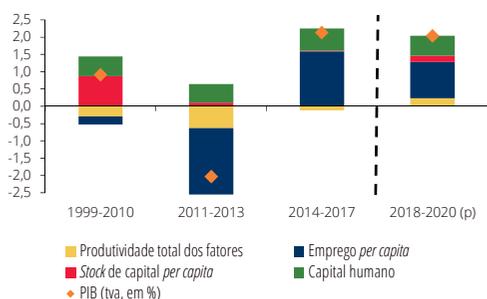
O gráfico I.3.5 apresenta a evolução da economia portuguesa ao longo do período 1995-2020 com base no comportamento das componentes da despesa. Desde 2010 as exportações líquidas de conteúdos importados têm apresentado um contributo significativo para o crescimento do PIB e claramente superior ao contributo líquido da procura interna. Este desempenho favorável das exportações contrasta com o ocorrido no período anterior a 2006, em que a procura interna, com destaque para o consumo privado, foi o agregado que mais contribuiu para o crescimento do PIB. A redução do peso da procura interna no PIB ao longo da última década enquadra-se na necessidade de ajustamento orçamental e de redução dos níveis de endividamento do setor privado. Refira-se a forte diminuição do contributo do investimento para o crescimento do PIB desde o início da década de 2000 e que se acentuou durante a última crise. Esta trajetória inverteu-se a partir de 2014, em particular na componente empresarial.

A evolução projetada para as componentes da despesa ao longo do período 2018-20 prolonga as tendências recentes e configura um padrão de crescimento mais sustentável da economia portuguesa no médio prazo, com um aumento do peso das exportações no PIB e um crescimento do investimento, em particular da componente empresarial, que deverá recuperar no final de 2019 o nível observado antes da crise financeira internacional. Ao longo do horizonte, projeta-se um contributo médio das exportações líquidas de conteúdos importados aproximadamente em linha com o contributo líquido da procura interna.

5. Ver a Caixa "Evolução das qualificações da força de trabalho em Portugal", *Boletim Económico* de maio de 2018.

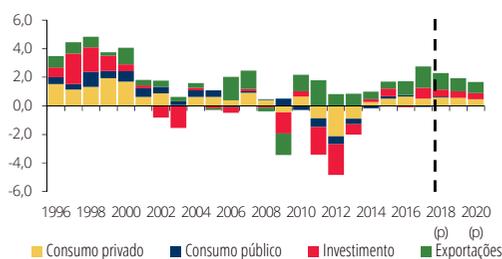
6. Ver o Tema em destaque "Transição demográfica e crescimento na economia portuguesa", *Boletim Económico* de outubro de 2015.

Gráfico I.3.4 • Decomposição da variação real do PIB *per capita* | Contributos em pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (p) – projetado. O exercício de contabilidade do crescimento do PIB *per capita* tem por base uma função de produção Cobb-Douglas. As medidas de capital humano foram construídas a partir dos dados de Barro, R. J. e Lee, J. W. (2013), “A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010”, *Journal of Development Economics* 104, pp. 184-198. Para Portugal, estas séries foram anualizadas e prolongadas utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego dos Quadros de Pessoal (até 2012) e do Inquérito ao Emprego do INE (de 2013 a 2015) e as projeções disponíveis em <http://www.barrolee.com/>.

Gráfico I.3.5 • Contributos líquidos para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2013. Para mais informações ver a Caixa “O conteúdo importado da procura global em Portugal”, *Boletim Económico* de dezembro de 2017.

⋮ Recomposição da procura interna favorável ao investimento

No primeiro trimestre de 2018 o consumo privado manteve uma taxa de variação homóloga próxima de 2% (2,3% em 2017), refletindo uma desaceleração pronunciada do consumo de bens duradouros e um crescimento mais forte do consumo corrente de bens e serviços. O consumo de automóveis foi o principal responsável pelo abrandamento do consumo de bens duradouros no primeiro trimestre de 2018. Por seu turno, a aceleração do consumo corrente refletiu um crescimento robusto quer da componente de bens quer de serviços.

Neste quadro, projeta-se um crescimento médio anual do consumo privado de 2,2% em 2018, que combina uma aceleração do consumo corrente de bens e serviços, em linha com a evolução projetada para o rendimento disponível das famílias⁷, com uma desaceleração da componente duradoura (fortemente influenciada pelo desempenho no primeiro trimestre). Ao longo de 2018 o consumo de bens duradouros deverá recuperar o nível observado antes da crise financeira internacional, sendo esta recuperação extensível à componente de não duradouros em 2019.

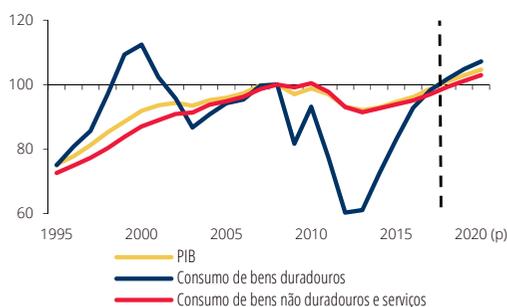
Para 2019 e 2020 projeta-se a manutenção de um crescimento moderado do consumo privado, de 1,9% e de 1,7%, respetivamente. Esta evolução traduz a continuação do aumento do emprego, embora a um ritmo inferior ao observado nos anos mais recentes, e o crescimento contido dos salários em termos reais, num quadro de manutenção da confiança em níveis historicamente elevados e de condições de financiamento favoráveis. A evolução do consumo privado ao longo do horizonte de projeção reflete a desaceleração de ambas as componentes, embora o consumo de bens duradouros continue a crescer a taxas superiores às do consumo corrente. Refira-se que o consumo de bens duradouros é claramente procíclico e apresenta uma forte volatilidade ao longo do ciclo

7. Em 2018, o rendimento disponível das famílias é positivamente influenciado pelo aumento do salário mínimo em janeiro e pela execução de outras medidas incluídas no Orçamento de Estado, em particular, o descongelamento das progressões e a atualização das pensões.

económico, uma vez que a decisão de aquisição de bens duradouros é tipicamente vista como uma decisão de investimento, em que o consumidor beneficia da utilidade do produto adquirido por um período prolongado (Gráfico I.3.6). A desaceleração do consumo de bens duradouros ao longo do horizonte de projeção ocorre após um aumento muito significativo nos anos mais recentes, associado em parte à concretização de despesas adiadas no período de recessão económica onde se observou uma queda, em termos acumulados, de cerca de 40%.

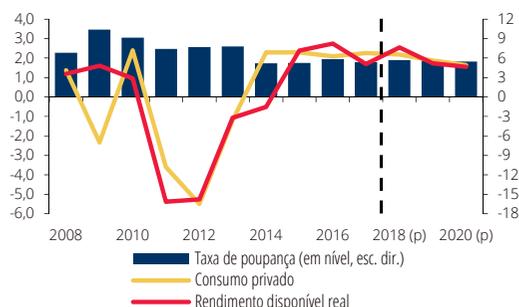
A evolução projetada para o consumo privado e para o rendimento disponível implica a manutenção da taxa de poupança em níveis em torno de 5% do rendimento disponível (Gráfico I.3.7).

Gráfico I.3.6 • PIB e consumo privado | Índice 2008=100



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Gráfico I.3.7 • Consumo privado, rendimento disponível e taxa de poupança | Taxas de variação e nível, em percentagem



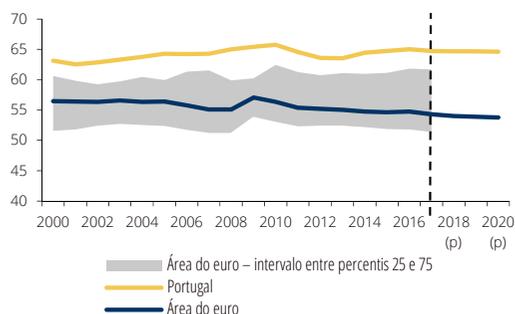
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Ao longo do horizonte de projeção o peso do consumo privado no PIB deverá estabilizar em torno de 66%, o que representa um peso muito superior ao observado em média na área do euro, com Portugal a situar-se acima do percentil 75 da distribuição do conjunto dos países da união monetária (Gráfico I.3.8). Esta é uma característica estrutural da economia portuguesa, observada desde o início da área do euro.

No que diz respeito ao investimento, após um aumento em torno de 9% em 2017, a FBCF desacelerou, em termos homólogos, no primeiro trimestre de 2018. A evolução dos indicadores de curto prazo sugere que o menor crescimento da FBCF refletiu evoluções distintas das suas principais componentes. A FBCF em construção registou um abrandamento significativo, apesar das melhorias consecutivas da confiança neste sector (Gráfico I.3.9). Com efeito, o indicador das vendas de cimento do mercado nacional apresentou uma desaceleração expressiva no primeiro trimestre, após um crescimento robusto em 2017, refletindo em larga medida a queda das vendas em março. Note-se que este foi um mês em que se registaram condições meteorológicas particularmente adversas para a construção. Em contraste, a FBCF em material de transporte registou um aumento significativo no primeiro trimestre, após a redução no final de 2017, refletindo em parte a aceleração da aquisição de veículos para *rent-a-car*.⁸ Finalmente, o aumento das importações nominais de máquinas traduziu-se num crescimento mais forte da FBCF em máquinas e equipamentos. Este agregado retomou parcialmente o dinamismo observado desde o terceiro trimestre de 2016, após o abrandamento notório registado no quarto trimestre de 2017 (Gráfico I.3.10).

8. Note-se que a FBCF em material de transporte incorpora a aquisição líquida de aeronaves, o que se traduz numa maior volatilidade da série.

Gráfico I.3.8 • Peso do consumo privado no PIB | Em percentagem



Fontes: BCE, Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

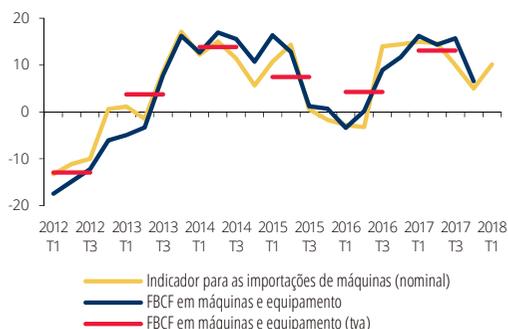
Gráfico I.3.9 • FBCF em construção | Saldo de respostas extremas e taxas de variação homóloga, em percentagem



Fontes: Cimpor, Comissão Europeia, INE e Secil (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: *Desvios face à média no período 2008-17.

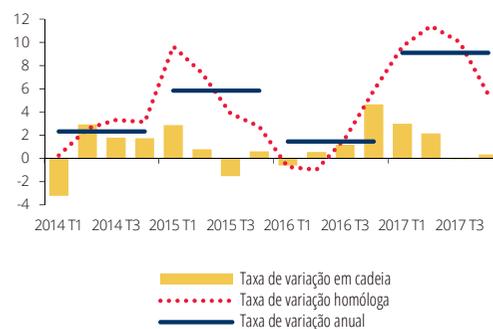
Para o conjunto de 2018, projeta-se uma desaceleração do investimento, para 5,8%. Esta evolução traduz, em larga medida, o perfil intra-anual observado ao longo de 2017, influenciado pela ocorrência de importantes investimentos específicos no último trimestre de 2016 e na primeira metade de 2017 (Gráfico I.3.11). Este perfil intra-anual implica um menor contributo do investimento empresarial para o crescimento da FBCF em 2018, ainda que as respetivas taxas de crescimento em cadeia ao longo deste ano sejam superiores às observadas, em média, ao longo de 2017 (Gráfico I.3.12). Em contraste, os contributos da FBCF pública e da FBCF em habitação para o crescimento do investimento deverão permanecer relativamente próximos aos observados em 2017.

Gráfico I.3.10 • FBCF em máquinas e equipamentos | Taxas de variação homóloga, em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico I.3.11 • Perfil intra-anual da FBCF | Taxas de variação, em percentagem

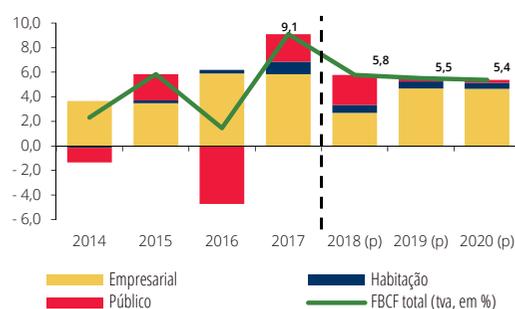


Fonte: INE.

No restante horizonte de projeção, o investimento deverá crescer em torno de 5,5%. Esta evolução traduz o dinamismo da componente empresarial que beneficia de um enquadramento macroeconómico favorável, em particular devido à manutenção de expectativas positivas para a procura global e às condições de financiamento. Adicionalmente, reflete a existência de fatores mais estruturais, associados à necessidade de repor os níveis e atualizar a qualidade do capital produtivo, após quedas de investimento significativas no período 2009-13. A evolução desta componente reflete ainda o aumento nos últimos anos da taxa de utilização da capacidade produtiva, que se

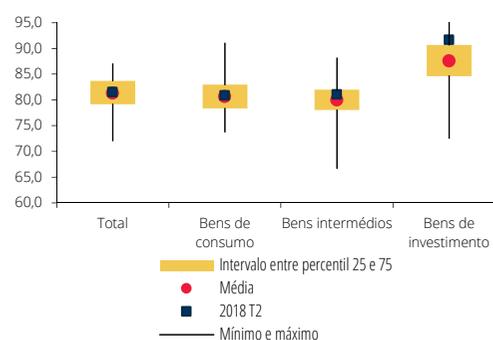
encontra próxima do nível médio de longo prazo (Gráfico I.3.13). Efetivamente, a taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora tem registado um aumento no período mais recente, encontrando-se perto da sua média histórica. No caso da produção de bens intermédios e de bens de investimento este indicador encontra-se acima da sua média. Assinale-se ainda o caso dos serviços, em que a taxa de utilização da capacidade produtiva também se encontra em valores elevados por comparação com os níveis observados desde o início da série (meados de 2011). Por último, a normalização da distribuição dos fundos da União Europeia, após o período inicial de transição para o programa Portugal 2020, deverá também beneficiar a evolução do investimento empresarial (afetando também positivamente o investimento público).

Gráfico I.3.12 • Contributos para o crescimento da FBCF | Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Gráfico I.3.13 • Taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora | Em percentagem



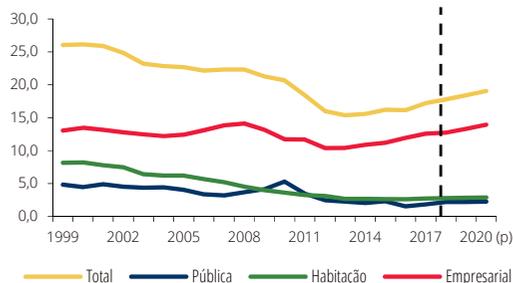
Fonte: Comissão Europeia. | Nota: As médias referem-se ao período 1994 T3-2018 T2.

No que diz respeito à FBCF residencial, após um crescimento de 6,3% em 2017, antevê-se algum abrandamento ao longo do horizonte para uma taxa de crescimento de 3,1% em 2020. Esta evolução reflete, por um lado, a desaceleração da atividade económica e, por outro, a manutenção de um conjunto de fatores que têm beneficiado a procura de habitação desde 2015. Para além da melhoria da situação no mercado de trabalho e da manutenção do acesso a financiamento com taxas de juro historicamente baixas, a recuperação do investimento em habitação tem beneficiado do forte aumento do turismo e da procura por parte de não residentes. Acresce ainda o aumento da rentabilidade relativamente a outros investimentos de longo prazo, tendo em conta o crescimento acentuado dos preços de habitação desde 2014. De acordo com o Índice de Preços de Habitação, o crescimento dos preços no período 2014-17 ascendeu a cerca de 25%, em termos acumulados, encontrando-se num nível superior ao observado antes da crise financeira.

Finalmente, a FBCF pública deverá apresentar um forte crescimento em 2018, à semelhança do que ocorreu em 2017, e crescer em linha com o PIB no período 2019-20, de acordo com as hipóteses de Finanças Públicas (Caixa 1).

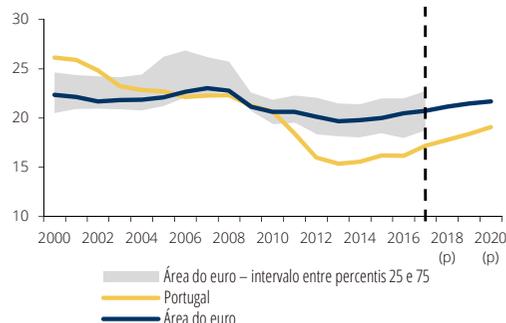
Desde o começo da área do euro e até ao início da recente recuperação económica, assistiu-se a uma tendência de redução do peso da FBCF no PIB, de 26,1% em 1999 para 15,4% em 2013, traduzindo o comportamento da componente residencial e, em menor grau, do investimento público (Gráfico I.3.14). Esta tendência foi interrompida a partir de 2014, antecipando-se a continuação do aumento do peso da FBCF no PIB ao longo do horizonte de projeção, para 19,1% em 2020. Apesar da recuperação esperada para a FBCF, o seu peso em rácio do PIB continuará a ser menor do que na área do euro, refletindo a queda muito acentuada do investimento em Portugal durante o período de recessão, com destaque para as quedas do investimento público e residencial (Gráfico I.3.15).

Gráfico I.3.14 • Peso das componentes da FBCF no PIB | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

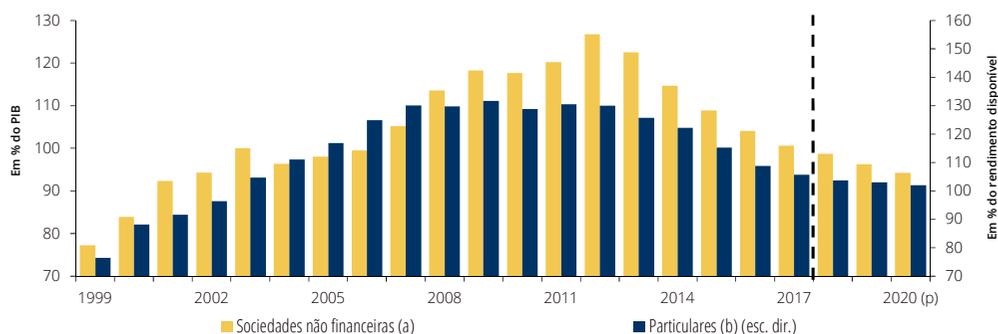
Gráfico I.3.15 • Peso da FBCF no PIB | Em percentagem



Fontes: BCE, Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

A evolução projetada para o consumo privado e para o investimento traduz-se na manutenção da trajetória de redução do endividamento dos particulares e das empresas ao longo do horizonte de projeção, embora a um ritmo mais lento do que o observado nos últimos anos. Em 2020, o endividamento das famílias em percentagem do rendimento disponível deverá situar-se num nível 28 pp inferior ao observado em 2008. Por seu turno, o nível de endividamento das empresas em percentagem do PIB deverá apresentar uma redução de 19 pp. A redução dos rácios de endividamento constitui uma característica fundamental do processo de ajustamento que se tem verificado na economia portuguesa ao longo dos últimos anos (Gráfico I.3.16).

Gráfico I.3.16 • Endividamento total do setor privado não financeiro | Posições em fim de período em percentagem do PIB e do rendimento disponível



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Valores consolidados. (a) A dívida total das sociedades não financeiras inclui empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por outros setores institucionais; papel comercial e obrigações emitidas por sociedades não financeiras na posse de outros setores e créditos comerciais recebidos de outros setores. (b) A dívida dos particulares corresponde à soma de empréstimos obtidos, títulos de dívida emitidos pelo setor e créditos comerciais e adiantamentos.

... Crescimento dinâmico das exportações, embora com perfil de desaceleração

No primeiro trimestre de 2018, as exportações de bens e serviços desaceleraram de forma transversal às várias componentes. Não obstante, à semelhança de anos anteriores, o aumento das exportações situou-se acima do crescimento da procura externa, registando-se ganhos adicionais de quota de mercado, embora inferiores aos verificados em 2017 (Caixa 3).

A informação dos indicadores de curto prazo para o comércio internacional, disponível apenas em termos nominais, permite uma análise mais desagregada da evolução das exportações no início de 2018. Refira-se que a evolução destas séries reflete, em parte, efeitos de calendário, cujo impacto no primeiro trimestre é, em geral, negativo (no caso das exportações de turismo o impacto é positivo, devido ao efeito da Páscoa⁹)¹⁰ e uma desaceleração do deflator de cerca de 1,5 pp, extensível às componentes de bens e serviços, em linha com a evolução dos preços internacionais.

No primeiro trimestre de 2018 as exportações nominais de bens abrandaram, refletindo a desaceleração da componente excluindo energéticos e a redução das exportações de combustíveis.¹¹ Esta evolução mais fraca está afetada pelo extraordinário crescimento registado no trimestre homólogo. Considerando as exportações de bens excluindo combustíveis, destaca-se o contributo positivo e significativo das exportações de automóveis de passageiros (bens de consumo), traduzindo o aumento recente da capacidade produtiva de uma importante unidade industrial do setor automóvel (Gráfico I.3.17). Apesar de algumas interrupções na produção de veículos automóveis no primeiro trimestre, a evolução desta componente mantém uma trajetória ascendente, refletindo aumentos relativamente diversificados por país (Gráfico I.3.18). Em termos de destino, as exportações de bens excluindo combustíveis para a União Europeia mantiveram um contributo robusto, enquanto o contributo das exportações extra-UE diminuiu (Gráfico I.3.19).

As exportações nominais de serviços também abrandaram em termos homólogos, mantendo no entanto um crescimento sólido. Esta evolução continua a refletir um contributo forte das exportações de turismo, ainda que inferior ao do trimestre anterior, e uma desaceleração das exportações de outros serviços (Gráfico I.3.20).

Ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se um abrandamento das exportações de bens e serviços em 2018, para 5,5%, que compara com um crescimento em torno de 8% em 2017. Para 2019 e 2020 projetam-se crescimentos de 4,6% e 4,3%, respetivamente (Gráfico I.3.21), traduzindo alguma desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa e ganhos de quota de mercado progressivamente menores.

Refira-se que entre 2010 e 2017 verificou-se um aumento significativo da quota de mercado das exportações, refletindo o aumento da capacidade competitiva das empresas portuguesas nos mercados internacionais. Para além de fatores de carácter estrutural, o aumento da quota de mercado em 2017 ficou ainda a dever-se a alguns fatores de carácter temporário que se deverão dissipar ao longo do horizonte de projeção (Caixa 3). Os ganhos adicionais de quota de mercado no período 2018-20 refletem sobretudo o efeito do aumento das exportações de veículos automóveis no início de 2018 e a evolução do turismo. Após um crescimento assinalável das exportações de turismo nos últimos anos, projeta-se a manutenção de um crescimento robusto no horizonte de projeção, embora inferior ao observado no período mais recente (Gráfico I.3.22).

No final do horizonte de projeção, as exportações de bens e serviços deverão situar-se 67% acima do nível de 2008 e representar 51% do PIB, o que compara com 24% do PIB no início da área do euro. Na evolução recente das exportações destaca-se a componente de turismo, que se tem revelado um

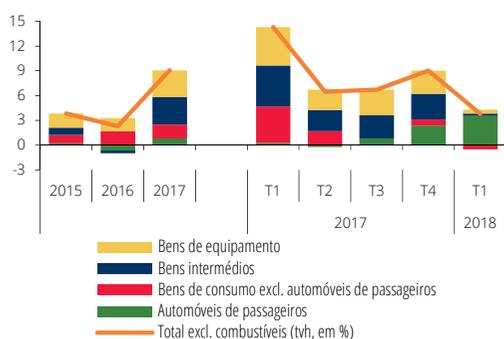
9. Consoante o ano, a Páscoa pode situar-se em março ou em abril. O efeito Páscoa na taxa de variação homóloga surge sempre que a Páscoa acontece em meses diferentes em anos consecutivos, sendo visível tanto em termos mensais como trimestrais. Em 2018 a Páscoa ocorreu em março, enquanto em 2017 tinha sido em abril.

10. De acordo com uma estimativa do Banco de Portugal, no primeiro trimestre de 2018, a diferença entre a taxa de variação homóloga corrigida de sazonalidade e efeitos de calendário e a não corrigida ascende a cerca de +3 pp no caso das exportações nominais de bens e -2 pp no caso das exportações nominais de turismo. Refira-se que as séries das Contas Nacionais Trimestrais se encontram ajustadas de efeitos de calendário e sazonalidade.

11. A diminuição das exportações de combustíveis no primeiro trimestre está influenciada pela redução da produção em unidades industriais do setor energético. Esta evolução, apesar de afetar o desempenho das exportações, não teve um impacto significativo no PIB dado o seu reduzido valor acrescentado.

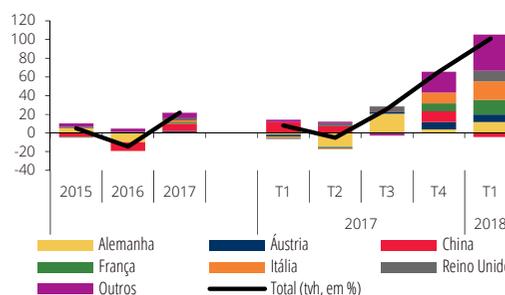
dos setores mais dinâmicos em Portugal. No final do horizonte de projeção, as exportações de turismo terão duplicado o nível observado antes da crise financeira internacional, representando cerca de 8% do PIB (Gráfico I.3.23). Não obstante a evolução muito favorável das exportações ao longo dos últimos anos, o peso desta componente no PIB continua a situar-se abaixo da média da área do euro, embora já acima do percentil 25 da distribuição (Gráfico I.3.24). Refira-se a forte dispersão do peso das exportações no PIB no conjunto dos países da união monetária, com os países de menor dimensão a apresentarem tipicamente um maior peso das exportações no PIB.¹²

Gráfico I.3.17 • Exportações nominais de bens excluindo combustíveis | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais



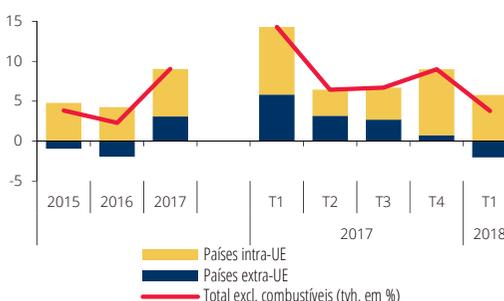
Fonte: INE.

Gráfico I.3.18 • Exportações nominais de automóveis de passageiros | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais



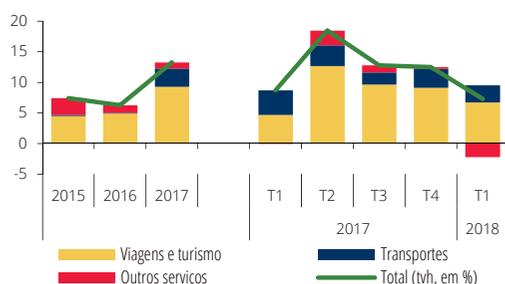
Fonte: INE.

Gráfico I.3.19 • Exportações nominais de bens excluindo combustíveis | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais



Fonte: INE.

Gráfico I.3.20 • Exportações nominais de serviços | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais

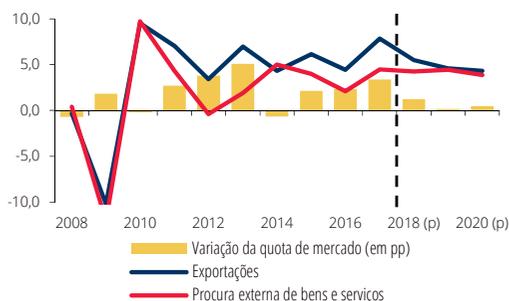


Fonte: Banco de Portugal.

As importações de bens e serviços abrandaram no primeiro trimestre de 2018, em linha com a evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados. Ao longo do horizonte de projeção as importações de bens e serviços deverão desacelerar, de 5,7% em 2018 para 5,0% em 2020. O perfil projetado reflete a desaceleração da procura global, em particular das componentes com maior conteúdo importado (Gráfico I.3.25).

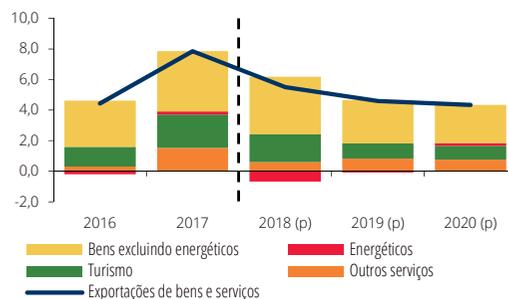
12. Ver a Caixa "Grau de abertura da economia portuguesa: evolução recente e perspetivas", *Boletim Económico* de junho de 2017.

Gráfico I.3.21 • Exportações, procura externa e quota de mercado | Em percentagem



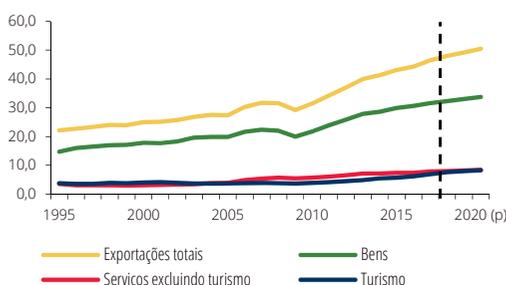
Fontes: BCE, Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Gráfico I.3.22 • Contributos para a variação das exportações | Em pontos percentuais



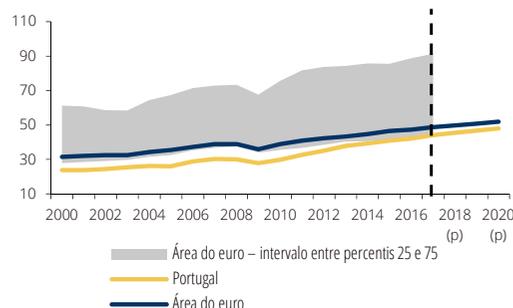
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Gráfico I.3.23 • Peso das componentes das exportações no PIB | Em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

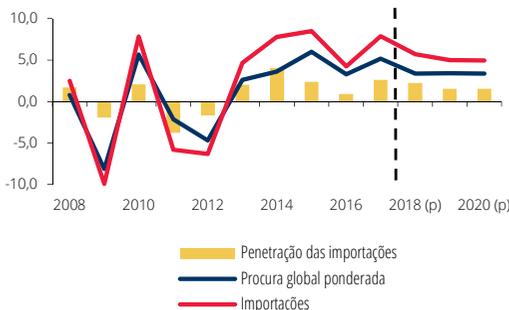
Gráfico I.3.24 • Peso das exportações no PIB | Em percentagem



Fontes: BCE, Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

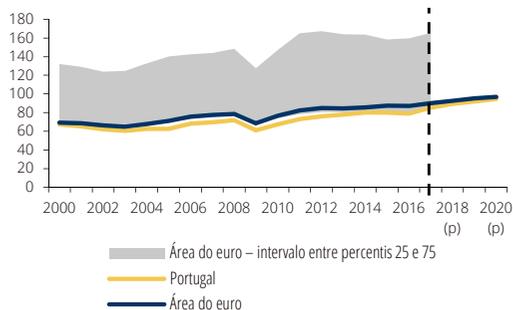
A evolução dinâmica das exportações e importações ao longo do horizonte de projeção contribuiu para o aumento do grau de internacionalização da economia portuguesa, traduzindo-se num aumento do grau de abertura – medido pelo peso da soma das exportações e das importações no PIB, em termos nominais – de 72% em 2008 para 85% em 2017 e 95% em 2020, aproximando-se do grau de abertura médio na área do euro (Gráfico I.3.26).

Gráfico I.3.25 • Importações e procura global ponderada | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Gráfico I.3.26 • Grau de abertura | Em percentagem

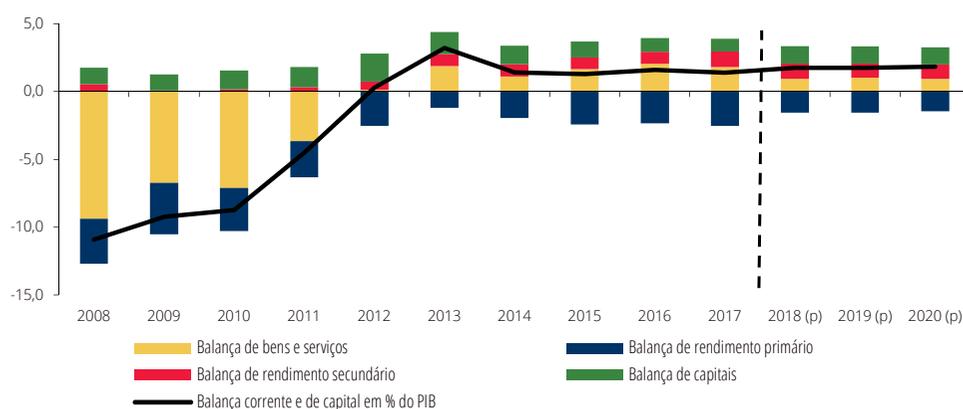


Fontes: BCE, Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Manutenção de capacidade de financiamento da economia portuguesa

As atuais projeções apontam para um ligeiro reforço da capacidade de financiamento da economia portuguesa ao longo do horizonte, medido pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital. Este saldo, que atingiu 1,4% do PIB em 2017, deverá manter-se ligeiramente abaixo de 2% do PIB no período 2018-20. O aumento do excedente da balança corrente e de capital em 2018 reflete uma redução do saldo da balança de bens e serviços que é mais do que compensada pela melhoria dos saldos da balança de rendimento primário e da balança de capital (Gráfico I.3.27). A evolução do saldo da balança de bens e serviços traduz alguma recomposição, com um aumento do défice da balança de bens e um aumento do excedente da balança de serviços.

Gráfico I.3.27 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: (p) – projetado.

O défice da balança de rendimento primário em percentagem do PIB deverá reduzir-se em 2018, refletindo a evolução favorável dos juros da dívida pública e o aumento do fluxo de distribuição dos fundos comunitários no âmbito do atual programa de financiamento europeu. Este último fator explica igualmente a melhoria projetada para o saldo da balança de capital em 2018. Para o período 2019-20 não se projetam alterações significativas nestes saldos.

4 Mercado de trabalho

A recuperação da atividade económica desde meados de 2013 tem sido acompanhada por um crescimento significativo do emprego, que contrasta com a queda acumulada de cerca de 12% durante o período de recessão. Após ter registado um aumento de 3,3% em 2017, o maior aumento desde o início da união monetária e claramente superior ao do PIB, o emprego cresceu em termos homólogos 3,2% no primeiro trimestre de 2018, de acordo com as Estimativas mensais de emprego e desemprego, mantendo um crescimento acima da elasticidade histórica face à evolução da atividade. Por seu turno, a taxa de desemprego no primeiro trimestre situou-se em 7,6%, registando um novo mínimo desde o início de 2004.

Neste quadro, tem-se observado uma redução gradual das margens disponíveis no mercado de trabalho. Efetivamente, de acordo com os inquéritos qualitativos da Comissão Europeia a empresas e consumidores, o número de empresas que refere a força de trabalho insuficiente como fator limitativo à produção tem vindo a aumentar desde o início da recuperação, em todos os setores de atividade (Gráfico I.4.1). De referir o aumento muito assinalável deste indicador no setor da construção nos trimestres mais recentes.

Ao longo do horizonte de projeção estima-se que o emprego apresente um perfil de desaceleração, consistente com aumentos mais em linha com a elasticidade histórica face à evolução da atividade. Neste contexto, projetam-se crescimentos de 2,6% em 2018, 1,2% em 2019 e 0,9% em 2020. Este dinamismo reflete essencialmente a evolução no setor privado, perspetivando-se uma recuperação mais moderada do emprego no setor público.

O crescimento do emprego será acompanhado de variações positivas da população ativa, associadas em particular ao regresso de alguns indivíduos inativos ao mercado de trabalho nesta fase favorável do ciclo económico e ao aumento gradual da idade de reforma. Refira-se que após um período de redução continuada desde 2011, a população ativa aumentou 0,8% em 2017, em termos médios anuais, e 0,7% no primeiro trimestre de 2018, face ao período homólogo. Esta evolução reflete um aumento da taxa de atividade, que mais do que compensou a queda verificada na população em idade ativa.

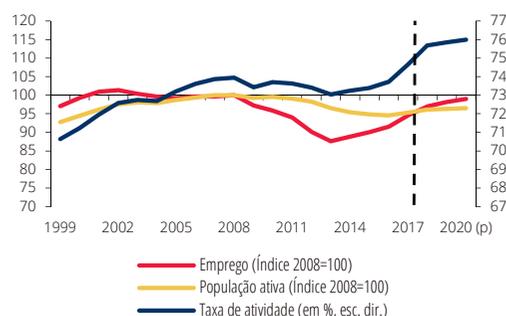
No final do horizonte de projeção, o emprego deverá situar-se ainda num nível inferior ao observado no período imediatamente anterior à crise financeira internacional de 2008 (cerca de menos 50 mil indivíduos) (Gráfico I.4.2). Por seu turno, a taxa de desemprego deverá situar-se ligeiramente abaixo de 6% em 2020, o que corresponde a um nível inferior ao observado em média no período desde o início da área do euro até à eclosão da crise (Gráfico I.4.3).

Gráfico I.4.1 • Força de trabalho insuficiente como factor limitativo da produção | Saldo de respostas extremas



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico I.4.2 • Emprego, população ativa e taxa de atividade | Índice 2008=100 e percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Emprego em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

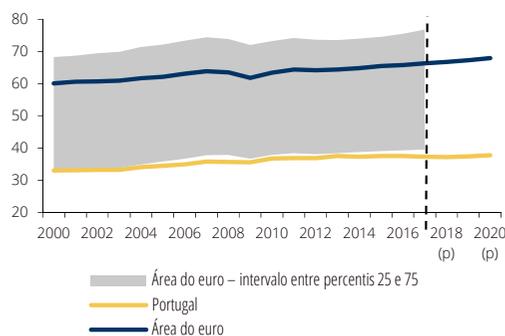
A evolução da atividade económica e do emprego desde o início da recuperação económica tem-se traduzido numa dinâmica fraca da produtividade aparente do trabalho, antecipando-se a manutenção de um crescimento contido da produtividade ao longo do horizonte de projeção. Comparativamente com a área do euro, a produtividade do trabalho em Portugal situa-se num nível baixo, encontrando-se no segmento inferior da distribuição deste indicador no conjunto dos países da união monetária (Gráfico I.4.4).

Gráfico I.4.3 • Taxa de desemprego | Em percentagem da população ativa



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Gráfico I.4.4 • Produtividade do trabalho em Portugal e na área do euro | Em milhares de euros por trabalhador



Fontes: BCE, Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Produtividade calculada como o rácio do PIB a preços de 2010 pelo emprego total da economia em número de indivíduos.

As explicações para o baixo crescimento da produtividade aparente do trabalho em Portugal são complexas. A forte redução do investimento produtivo durante o período recessivo iniciado em 2008, e o seu impacto sobre a adoção de novas tecnologias e novos processos produtivos, poderão ter condicionado os ganhos de eficiência de uma forma relativamente generalizada a nível setorial. Uma significativa aproximação do produto por trabalhador aos níveis vigentes na área do euro constitui um desafio particularmente importante ao crescimento potencial, num contexto em que subsistem importantes fragilidades na economia portuguesa, das quais se destacam o elevado nível de endividamento do setor privado e público, a evolução demográfica adversa, o baixo nível de escolaridade quando comparado com os países da União Europeia, os baixos níveis de capital por trabalhador e o elevado desemprego de longa duração.¹³

5 Preços

A inflação, medida pela taxa de variação do IHPC, deverá situar-se em 1,4% em 2018, 1,5% em 2019 e 1,4% em 2020. A evolução ao longo do horizonte de projeção reflete um aumento gradual do contributo dos preços excluindo bens energéticos e uma redução do contributo do preço dos bens energéticos (tornando-se ligeiramente negativo em 2020) (Gráfico I.5.1). Face à nota de projeções de março, a inflação foi revista em alta em 2018 e 2019, e ligeiramente em baixa em 2020, refletindo as revisões no mesmo sentido nos preços excluindo bens energéticos e no preço dos bens energéticos (em linha com a revisão das hipóteses para o preço do petróleo em euros (Caixa 1)).

13. Ver a Caixa “Evolução das qualificações da força de trabalho em Portugal”, *Boletim Económico* de maio de 2018, em que se apresenta uma evidência de uma correlação positiva entre as qualificações médias e a produtividade do trabalho. Ver a Caixa “Stock de capital na economia portuguesa”, *Boletim Económico* de maio de 2018, em que se relaciona a produtividade aparente do trabalho com a intensidade capitalística.

Estabilização da inflação em torno de 1,4% ao longo do horizonte de projeção

Ao longo do horizonte de projeção antecipa-se um aumento moderado das pressões inflacionistas a nível interno, refletindo a transmissão do aumento gradual dos custos salariais e das margens de lucro para os preços (Gráfico I.5.2). A nível externo, os preços de importação excluindo bens energéticos aceleram progressivamente, enquanto o preço do petróleo aumenta significativamente em 2018 e diminui em 2019-20. Neste contexto, projeta-se uma relativa estabilização da inflação ao longo do horizonte de projeção, em linha com a evolução dos seus principais determinantes, situando-se ainda abaixo de 2%. A evolução mais contida da inflação reflete a desaceleração e subsequente queda do preço dos bens energéticos, em linha com as hipóteses para o preço do petróleo em euros. Excluindo esta componente, a inflação deverá apresentar um perfil ascendente, aumentado gradualmente de 1,1% em 2018 para 1,6% em 2020. Refira-se que a evolução da inflação excluindo energéticos em 2018 encontra-se condicionada pela apreciação do euro, o que se traduz num crescimento fraco dos preços de importação excluindo bens energéticos em 2018, e pelo desvanecimento do aumento muito significativo dos preços dos serviços relacionados com o turismo em 2017. Adicionalmente, antecipa-se uma desaceleração do preço dos bens alimentares não transformados, traduzindo, em parte, informação já observada em 2018.

Gráfico I.5.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual, em pontos percentuais

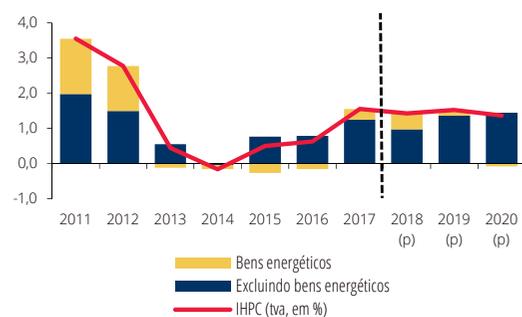
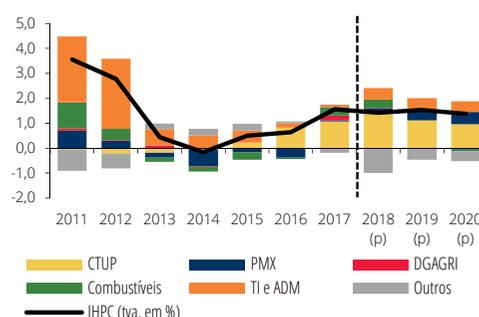


Gráfico I.5.2 • Desagregação da inflação em Portugal com base no modelo MIMO | Contributos, em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

Fontes: Banco de Portugal, Eurosistema e INE. | Notas: (p) – projetado. O gráfico decompõe a taxa de variação do IHPC no contributo dos seus determinantes. MIMO é o acrónimo de Monthly Inflation Model. Para mais detalhes ver Félix et al. (2007), “MIMO – Um modelo mensal para a inflação”, *Boletim Económico* de inverno do Banco de Portugal. CTUP – custo do trabalho por unidade produzida. PMX – indicador para os preços de importação de bens não energéticos. DGAGRI – indicador para os preços dos bens alimentares. TI e ADM – tributação indireta e preços administrados.

Comparando com as projeções divulgadas pelo BCE no dia 14 de junho, a inflação de Portugal deverá situar-se abaixo da inflação da área do euro, originando um diferencial negativo no período 2018-20 (Gráfico I.5.3). Este resultado mantém-se quando excluimos as componentes mais voláteis (bens alimentares e energéticos) (Gráfico I.5.4) e é comum ao grupo dos países europeus com menor notação (Gráfico I.5.5). Após a crise financeira global, a inflação excluindo bens

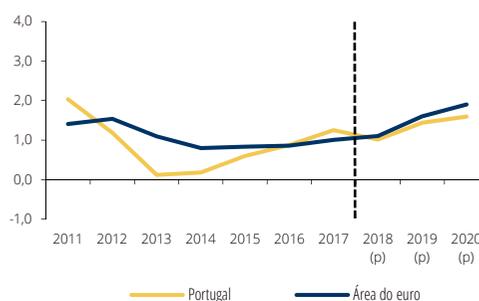
energéticos e alimentares nos países com menor notação diminuiu significativamente, tendo vindo a recuperar gradualmente. No entanto, encontra-se ainda abaixo da inflação nos países com alta notação, onde a média se mantém estável – em torno de 1,2% – desde a criação do euro.

Um exercício de decomposição da inflação excluindo bens alimentares e energéticos em componentes procíclicas e acíclicas permite concluir que têm sido as componentes mais sensíveis ao ciclo económico as responsáveis pela evolução mais fraca da inflação em Portugal e na área do euro (Caixa 4). A evolução contida da inflação excluindo bens alimentares e energéticos nas economias avançadas, no atual contexto de expansão económica e recuperação do mercado de trabalho, tem sido largamente debatida. Entre as explicações avançadas para este fenómeno encontram-se (i) a possível subestimação do excesso de oferta na economia, o que implica a persistência de uma folga adicional no mercado de trabalho e na capacidade produtiva, (ii) a formação de expectativas de inflação moderadas por parte dos agentes económicos, condicionando o aumento de preços e salários, (iii) os progressos tecnológicos, que reduzem as pressões inflacionistas através da diminuição dos custos de transação e dos custos unitários do trabalho e (iv) a globalização.¹⁴

Gráfico I.5.3 • Inflação | Taxas de variação anual do IHPC, em percentagem



Gráfico I.5.4 • Inflação excluindo bens alimentares e energéticos | Taxas de variação anual do IHPC, em percentagem



Fontes: BCE, Banco de Portugal, Eurostat e INE. | Nota: (p) – projetado. Fontes: BCE, Banco de Portugal, Eurostat e INE. | Nota: (p) – projetado.

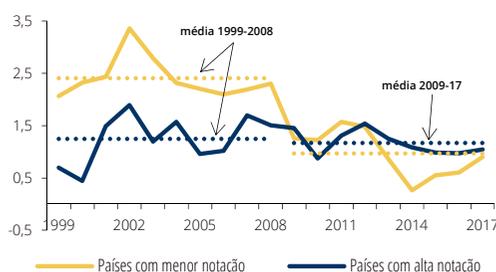
⋮ Aceleração do deflator do PIB do setor privado

Num contexto de expansão económica, em que o crescimento real do PIB supera o do produto potencial, antecipa-se um aumento dos custos salariais e das margens de lucro. Os custos unitários do trabalho no setor privado deverão apresentar um crescimento robusto em 2018 e desacelerar posteriormente, refletindo em parte a incorporação do aumento de 4,1% do salário mínimo neste ano (de acordo com as hipóteses deste exercício, este efeito dissipa-se em 2019). Por seu turno, as margens de lucro no setor privado, medidas pelo excedente bruto de exploração por unidade produzida, deverão iniciar um perfil de recuperação muito gradual ao longo do horizonte de projeção, assistindo-se a pressões inflacionistas adicionais por esta via em 2019-20. Neste cenário, projeta-se uma aceleração do deflator do PIB do setor privado ao longo do horizonte (Gráfico I.5.6).

14. Para mais detalhes, ver a Caixa “What has held core inflation back in advanced economies”, FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2018.

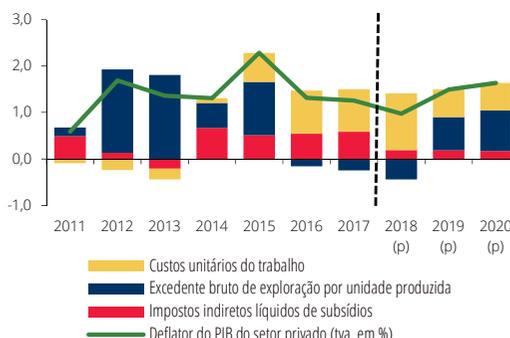
Em 2018 a projeção tem implícita uma perda de termos de troca, à semelhança do que ocorreu em 2017, refletindo o aumento do preço do petróleo em euros. Em sentido contrário, no período 2019-20 antecipam-se ganhos marginais de termos de troca, traduzindo a diminuição do preço do petróleo.

Gráfico I.5.5 • Inflação excluindo bens energéticos e alimentares na área do euro
| Taxas de variação anual, em percentagem



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Países com alta notação: Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e Holanda. Países com menor notação: Chipre, Espanha, Grécia, Itália, Irlanda e Portugal.

Gráfico I.5.6 • Decomposição do deflator do PIB do setor privado
| Contributos para a taxa de variação anual em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: (p) – projetado.

6 Incerteza e riscos

As projeções apresentadas representam o cenário mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses explicitadas na Caixa 1. A não materialização destas hipóteses, bem como a possibilidade de ocorrência de acontecimentos que, pela sua natureza idiossincrática, não foram considerados nas projeções dão origem a um conjunto de riscos e incertezas. A análise quantificada dos riscos e da incerteza em torno da projeção é apresentada nesta secção.

⋮ Riscos descendentes para a atividade económica e riscos ligeiramente ascendentes para os preços

Os principais fatores de risco e incerteza identificados decorrem do enquadramento internacional, sendo amplificados na sua transmissão à economia portuguesa, dadas as fragilidades estruturais que ainda a caracterizam. De entre os principais riscos refira-se a incerteza política na área do euro e a possibilidade de um recrudescimento das tensões nos mercados financeiros, tornando o enquadramento internacional menos favorável do que o considerado nas projeções. Os eventos recentes em Itália e os sinais de contágio observados mostram a relevância deste risco. Adicionalmente considerou-se a possibilidade de agravamento das tensões geopolíticas e da incerteza política a nível internacional, bem como de um aumento do protecionismo a nível global. A Caixa 5 apresenta os resultados da simulação de cenários de guerra comercial, entre os EUA e os seus parceiros comerciais ou generalizada, com efeitos particularmente adversos sobre o crescimento do comércio

mundial e da atividade nas economias envolvidas. A análise de riscos pressupõe, no entanto, uma probabilidade de ocorrência relativamente reduzida destes cenários. Acresce ainda o risco associado à possibilidade de um ajustamento económico mais forte em algumas economias de mercado emergentes com elevado nível de endividamento, com destaque para a China.

A nível interno, foram identificados riscos descendentes associados a eventuais desenvolvimentos adversos em Portugal relacionados com o risco referido anteriormente de recrudescimento das tensões nos mercados financeiros da área do euro. Por último, foi identificado um risco ascendente para a inflação decorrente da possibilidade de aumento do salário mínimo em 2019.

O conjunto de riscos identificados traduz-se numa probabilidade de 58% da evolução da procura externa ser mais desfavorável do que a considerada na projeção apresentada neste Boletim. No que diz respeito ao preço do petróleo e à taxa de juro de longo prazo foram identificados riscos em alta para 2018 e 2019, com probabilidade de ocorrência de 55% no caso de petróleo e de 60% e 55% no caso das taxas de juro de longo prazo. Para os salários foi igualmente identificado um risco em alta em 2019, com probabilidade de 55%. Por último, foi incluído um risco em baixa para o investimento, com probabilidade de ocorrência de 55% (Quadro I.6.1).

Quadro I.6.1 • Fatores de risco – probabilidade de uma realização inferior ao considerado na projeção | Em percentagem

	2018	2019	2020
Variáveis de enquadramento			
Procura externa	58	58	58
Preços do petróleo	45	45	50
Taxas de juro de longo prazo	40	45	50
Variáveis endógenas			
FBCF	55	55	55
IHPC	48	48	48
Salários	50	45	50

Fonte: Banco de Portugal.

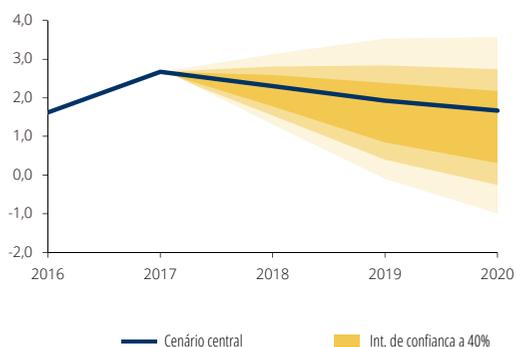
A combinação dos fatores de risco acima referidos implica riscos em baixa para o crescimento real do PIB ao longo de todo o horizonte de projeção e ligeiramente em alta para a inflação, em particular em 2019 (Quadro I.6.2, Gráfico I.6.1 e Gráfico I.6.2).

Quadro I.6.2 • Cenário macroeconómico – probabilidade de uma realização inferior à da projeção atual | Em percentagem

	Pesos	2018	2019	2020
Produto Interno Bruto	100	56	58	59
Consumo privado	65	54	52	54
FBCF	16	58	57	58
Exportações	43	54	59	59
Importações	42	55	60	59
IHPC		44	41	44

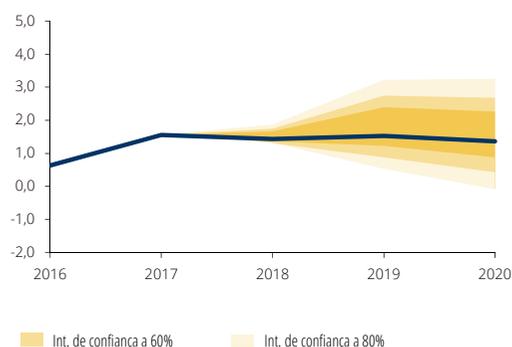
Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico I.6.1 • Produto interno bruto | Taxa de variação, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Gráfico I.6.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Taxa de variação, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE.

7 Conclusões

Com um enquadramento económico e financeiro favorável, as atuais projeções apontam para a continuação do processo de expansão da economia portuguesa no período 2018-20, embora a um ritmo progressivamente menor, aproximando-se gradualmente do seu crescimento potencial.

A evolução projetada tem subjacente o aumento do peso das exportações e do investimento no PIB, em particular do investimento empresarial, e a continuação da recuperação do mercado de trabalho, com a manutenção de uma trajetória descendente para a taxa de desemprego. Esta evolução é consistente com a manutenção de alguns equilíbrios macroeconómicos fundamentais, nomeadamente no que se refere ao excedente externo da economia portuguesa.

O perfil de desaceleração da atividade económica projetado ao longo do horizonte traduz algum abrandamento da procura externa e constrangimentos estruturais a um maior crescimento potencial. Apesar da capacidade de ajustamento macroeconómico que a economia portuguesa tem revelado ao longo dos últimos anos e da reestruturação setorial assente numa dinâmica de internacionalização das empresas, persistem importantes constrangimentos ao crescimento de longo prazo.

O atual momento cíclico deve ser aproveitado para a correção dos desequilíbrios macroeconómicos que permanecem, contribuindo para o aumento do crescimento de longo prazo da economia portuguesa e para a aproximação aos níveis de rendimento europeus. Neste quadro, o investimento deve ser crescentemente dirigido para os setores mais produtivos da economia, permitindo a incorporação de novas tecnologias no processo produtivo e aumentando os níveis de capital por trabalhador, que se encontram entre os mais baixos da união monetária. Numa economia global, em que o crescimento assenta em indústrias tecnologicamente avançadas e na inovação, as baixas qualificações da força de trabalho constituem um constrangimento importante a um maior crescimento de longo prazo. Neste quadro, é essencial aumentar os níveis de qualificações dos trabalhadores portugueses que, não obstante os progressos recentes, são ainda baixos por comparação com a média dos países da União Europeia. A melhoria do capital humano surge como um elemento que pode contrabalançar os efeitos adversos da evolução demográfica no longo prazo, caracterizada por um saldo natural negativo. Outro desafio está relacionado com o mercado de trabalho,

em que persiste uma elevada percentagem de desempregados de longa duração. Neste quadro, a diminuição da elevada prevalência do desemprego de muito longa duração deve assumir um papel central na formulação das políticas de redução do desemprego. Por último, refira-se que o esforço de redução do elevado nível de endividamento do setor público e privado deverá prosseguir, reduzindo a vulnerabilidade da economia portuguesa a choques adversos. A natureza temporária do atual conjunto alargado de medidas não convencionais de política monetária na área do euro e a persistência de riscos descendentes para a atividade, em particular relacionados com o aumento das tensões geopolíticas e da incerteza política a nível internacional, reforçam a importância e urgência de progressos estruturais nestas várias dimensões.

Caixa 2 • Perspetivas orçamentais no médio prazo

O Governo enviou à Assembleia da República a atualização do Programa de Estabilidade para o período de 2018 a 2022 (PE2018-22) em meados de abril. Este documento prevê a melhoria do saldo orçamental das administrações públicas, de -3,0% do PIB em 2017¹⁵ para 1,3% em 2022, e uma redução sustentada da dívida pública em 23,7 pp do PIB, para 102,0% do PIB, entre o final de 2017 e 2022 (Quadro C2.1). A presente Caixa identifica as linhas fundamentais da estratégia orçamental traçada no PE2018-22 para os próximos anos, focando os principais riscos e implicações em termos dos compromissos assumidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Quadro C2.1 • Principais indicadores orçamentais na ótica da contabilidade nacional
| Em percentagem do PIB

	INE		PE 2018-22					por memória: OE 2018	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Var.: 2018-22 ^(a)	2017	2018
Receita total	42,9	43,2	42,9	42,9	43,2	42,6	-0,6	43,4	43,5
Impostos sobre o rendimento e o património	10,2	9,9	9,7	9,7	9,5	9,5	-0,4	10,2	9,8
Impostos sobre a produção e a importação	15,0	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	-0,1	15,0	15,1
Contribuições sociais	11,8	11,8	11,8	11,8	11,9	11,9	0,1	11,7	11,7
Outra receita corrente	5,5	5,5	5,5	5,4	5,4	5,3	-0,2	5,8	6,2
Receitas de capital	0,4	0,8	0,7	0,8	1,3	0,8	0,0	0,7	0,7
Despesa total	45,9	43,9	43,0	42,2	41,8	41,4	-2,5	44,8	44,6
Prestações sociais	18,4	18,3	18,2	17,9	17,8	17,7	-0,7	18,7	18,6
Subsídios	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0	0,5	0,5
Despesas com pessoal	11,0	10,8	10,6	10,4	10,2	10,0	-0,8	11,1	10,8
Consumo intermédio	5,4	5,3	5,2	5,1	5,1	5,0	-0,3	5,6	5,7
Juros	3,9	3,5	3,4	3,2	3,1	3,1	-0,4	3,9	3,6
Outra despesa corrente	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2	-0,2	2,5	2,6
Investimento	1,8	2,3	2,4	2,6	2,6	2,6	0,3	1,7	2,3
Outra despesa de capital	2,6	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	-0,4	0,7	0,5
Saldo total	-3,0	-0,7	-0,2	0,7	1,4	1,2	2,0	-1,4	-1,0
Saldo excluindo medidas temporárias^(b)	-0,9	-0,3	0,0	0,7	1,0	1,2	1,5	-1,6	-0,8
Saldo estrutural^(b) (em percentagem do PIB potencial)	-	-0,6	-0,4	0,3	0,6	0,9	1,5	-1,8	-1,3
variação	-	0,4	0,3	0,6	0,3	0,3	-	0,1	0,5
Dívida pública	125,7	122,2	118,4	114,9	107,3	102,0	-20,2	126,2	123,5

Fontes: INE e Ministério das Finanças. | Notas: (a) Em pontos percentuais do PIB; (b) As medidas temporárias e a componente cíclica subjacentes ao cálculo do saldo estrutural são as apresentadas pelo Ministério das Finanças no PE2018-22 e não coincidem com as definições utilizadas para efeitos de análise no Eurosistema.

15. Recorde-se que em 2017 o saldo orçamental das administrações públicas foi muito influenciado pelo impacto do aumento de capital na Caixa Geral de Depósitos. Excluindo o respetivo efeito, o saldo situou-se em -0,9% do PIB.

Relativamente ao ano corrente, o PE2018-22 fixou em 0,7% do PIB o objetivo para o défice das administrações públicas, revendo em baixa o valor definido na sequência da aprovação do Orçamento do Estado para 2018 (OE2018), que se situava em 1,1% do PIB. Esta revisão incorpora o *carry-over* decorrente do facto de os resultados orçamentais de 2017 terem sido mais favoráveis do que o antecipado no OE2018 (excluindo o efeito da recapitalização da CGD). Adicionalmente, reflete o adiamento para 2018 da maior parte da receita decorrente da recuperação da garantia concedida pelo Estado ao BPP, cujo recebimento integral estava anteriormente previsto para 2017. Estes efeitos mais do que compensaram os impactos da capitalização do Novo Banco pelo Fundo de Resolução, do pagamento de compensações a detentores de papel comercial do Grupo Espírito Santo e do montante total da despesa relacionada com os incêndios florestais, que não estavam incorporados na estimativa do défice de 2018 incluída inicialmente no Relatório do OE2018.

Face a 2017, o objetivo fixado no PE2018-22 representa uma melhoria do défice das administrações públicas em 2,2 pp do PIB. Esta evolução é largamente explicada pelo efeito menos penalizador de medidas temporárias em 2018 do que em 2017 (Quadro C2.2 e gráfico C2.1). Assim, a variação do saldo corrigido de medidas temporárias deverá atingir 0,6 pp do PIB em 2018. Esta variação deverá beneficiar de um aumento da receita (0,2 pp) decorrente do aumento esperado da receita de capital, uma vez que a receita fiscal e contributiva deverá permanecer em 2018 aproximadamente constante em rácio do PIB. No que se refere à despesa primária, o Governo prevê um aumento em 0,1 pp do PIB, explicado essencialmente pelo crescimento do investimento público.

Quadro C2.2 • Medidas temporárias com impacto no saldo orçamental: 2017-2022⁽¹⁾

| Em percentagem do PIB

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita total	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4	0,0
Entrega extraordinária de IRC	0,1	-	-	-	-	-
Recuperação de garantia do BPP	0,0	0,2	-	-	-	-
Devolução de <i>prepaid margins</i>	-	-	-	-	0,4	-
Despesa total	2,2	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Despesa relacionada com incêndios	0,0	0,1	-	-	-	-
Devolução da taxa municipal de proteção civil	0,0	-	-	-	-	-
Transferência para Carris e STCP no âmbito de contratos <i>swap</i>	0,1	-	-	-	-	-
Conversão de ativos por impostos diferidos	0,1	-	0,1	-	-	-
Entrega de F-16	0,0	-	-	-	-	-
Pagamentos à Grécia no âmbito dos programas ANFA e SMP do BCE	-	0,0	-	-	-	-
Pagamentos a detentores de papel comercial do Grupo Espírito Santo	-	0,1	0,1	-	-	-
Injeções de capital em instituições bancárias reclassificadas como transferências de capital ⁽²⁾	2,0	0,4	-	-	-	-
Saldo total	-2,1	-0,4	-0,1	0,0	0,4	0,0

Fontes: Ministério das Finanças e UTAO. | Notas: (1) A classificação de medidas temporárias apresentada no quadro corresponde à adotada pelo Ministério das Finanças e não coincide com a definição adoptada pelo Banco de Portugal no âmbito dos exercícios de projeção do Eurosistema. (2) O Ministério das Finanças não incluiu na conta das administrações públicas de 2017 apresentada no PE2018-22 o efeito da injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos. No entanto, o respetivo efeito encontra-se refletido na conta compilada pelo INE e enviada ao Eurostat. Por consistência com o saldo orçamental de 2017 considerado na presente Caixa e dada a natureza da operação, a mesma é incluída na lista de medidas temporárias apresentada no quadro.

O enquadramento macroeconómico, caracterizado pelo crescimento sustentado das bases tributáveis dos principais impostos e pela redução gradual da taxa de desemprego, deverá dar um contributo no sentido da melhoria do saldo orçamental. O Governo antecipa que o saldo estrutural (corrigido dos efeitos cíclicos e de medidas temporárias) registre em 2018 uma variação equivalente a 0,4 pp do PIB potencial. Esta variação reflete em larga medida uma redução das despesas com juros, pelo que o saldo primário estrutural deverá registar uma variação nula entre 2017 e 2018 (Gráfico C2.1).

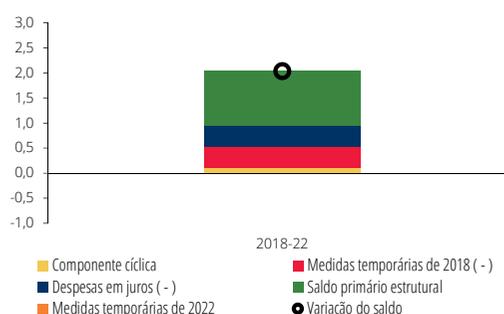
De 2019 a 2022, prevê-se uma melhoria gradual do saldo orçamental que ascende a 2,0 pp do PIB, em termos acumulados (1,6 pp excluindo o efeito de medidas temporárias; gráfico C2.2). Num quadro em que a posição cíclica da economia dá um contributo diminuto para os desenvolvimentos orçamentais, a estratégia delineada no PE2018-22 assenta essencialmente no aumento gradual do saldo estrutural (em 1,5 pp do PIB). O Governo prevê que o Objetivo de Médio Prazo de um excedente estrutural de 0,25% do PIB seja atingido em 2020.

Gráfico C2.1 • Contributos para a melhoria do saldo orçamental em 2018 | Em pontos percentuais do PIB



Fonte: Ministério das Finanças (atualização do Programa de Estabilidade para 2018-2022).

Gráfico C2.2 • Contributos para a melhoria do saldo orçamental: 2018-2022 | Em pontos percentuais do PIB



Fonte: Ministério das Finanças (atualização do Programa de Estabilidade para 2018-2022).

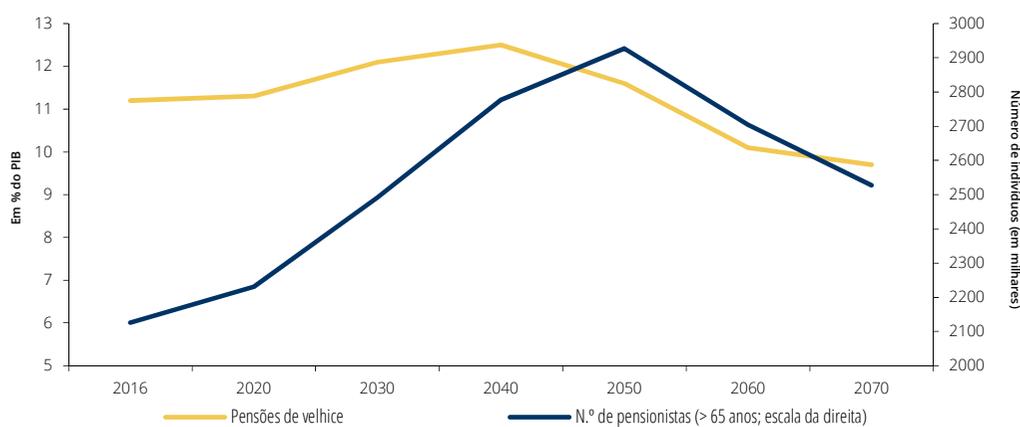
No que se refere aos encargos com o pagamento de juros da dívida, o PE2018-22 prevê que permaneçam numa trajetória descendente após 2019, contribuindo em 0,4 pp do PIB para a melhoria do saldo estrutural. Esta tendência, que se desvanece gradualmente ao longo do período, reflete a redução prevista do *stock* da dívida e, numa menor medida, as perspetivas quanto à evolução das taxas de juro. De acordo com o PE2018-22, o saldo primário estrutural, que exclui o contributo da evolução da despesa em juros, deverá aumentar 1,1 pp do PIB nos anos de 2019 a 2022.

A melhoria do saldo primário estrutural está essencialmente associada à redução da despesa em rácio do PIB. Com efeito, o investimento público é a única rubrica da despesa cujo peso no PIB deverá aumentar, estando previsto que este agregado cresça acima do PIB nominal ao longo de todo o período (Quadro C2.1). Quanto às restantes rubricas da despesa primária, projeta-se uma redução do seu peso no PIB. Para além dos efeitos das medidas de política orçamental incluídas no OE2018, as medidas adicionais referidas no PE2018-22 dizem essencialmente respeito a poupanças decorrentes do exercício de revisão da despesa das administrações públicas, que afetam sobretudo as rubricas consumo intermédio e outra despesa corrente. Este efeito é parcialmente

compensado por medidas de aumento da despesa com prestações sociais cujos detalhes não são clarificados.

Note-se que as previsões apresentadas no PE2018-22 apontam para reduções muito expressivas das despesas com pessoal e prestações sociais em rácio do PIB, num contexto em que as medidas de política contribuem para um aumento destas despesas. Assim, a evolução destas rubricas tem subjacente hipóteses quanto à política salarial e à evolução do número de trabalhadores e pensionistas dos sistemas públicos que não estão especificadas. A este propósito, importa sublinhar que a recente atualização da projeção dos custos orçamentais relacionados com o envelhecimento da população aponta para a intensificação da pressão associada ao aumento da despesa com pensões já a partir de 2020, refletindo o rápido crescimento do número de pensionistas (Gráfico C2.3).

Gráfico C2.3 • Projeção de longo prazo da despesa em pensões e do número de pensionistas



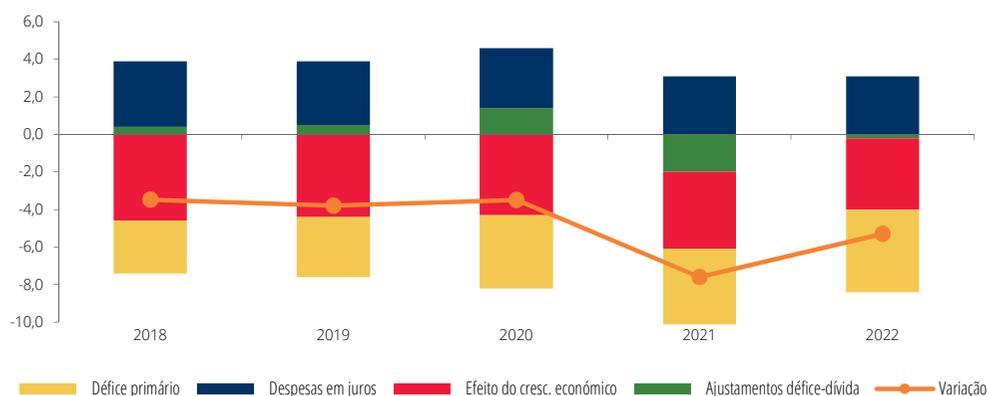
Fonte: Comissão Europeia – 2018 Ageing Report.

No que se refere à projeção da receita, prevê-se uma ligeira diminuição do peso da receita fiscal e contributiva no PIB que é parcialmente compensado pelo aumento da receita de capital associada ao recebimento de fundos estruturais. Em termos de medidas, o PE2018-22 inclui um aumento de impostos sobre a produção e a importação não especificados em 2019, bem como uma redução de benefícios fiscais também em sede destes impostos, de 2020 em diante. O respetivo efeito é, contudo, largamente compensado por uma medida não detalhada em sede de IRS que deverá resultar numa redução da receita deste imposto a partir de 2021.

Quanto à dívida pública, o PE2018-22 perspetiva uma redução muito substancial do seu peso no PIB, de 125,7% no final de 2017 para 102,0% no final do horizonte. A materialização desta redução depende de forma crucial da acumulação de excedentes primários de magnitude significativa ao longo de todo o período (Gráfico C2.4). Este contributo é reforçado pelo “efeito dinâmico” favorável baseado na evolução esperada para o PIB nominal e no peso decrescente das despesas com o pagamento de juros da dívida. O Governo prevê que, em termos acumulados, o contributo de ajustamentos défice-dívida seja diminuto ao longo do período coberto no PE2018-22. Ainda assim, esta componente assume uma magnitude significativa em alguns dos

anos considerados, refletindo em larga medida a estratégia de gestão do *stock* de depósitos a ser adotada.¹⁶

Gráfico C2.4 • Contributos para a variação da dívida pública | Em pontos percentuais do PIB



Fonte: Ministério das Finanças (atualização do Programa de Estabilidade para 2018-22).

No que se refere ao cumprimento dos requisitos definidos no âmbito do mecanismo de supervisão orçamental da União Europeia, recorde-se que em 2018 e 2019 deverá verificar-se uma melhoria do saldo estrutural equivalente a 0,6 pp do PIB potencial¹⁷, o que tem subjacente que o aumento do agregado da despesa relevante no âmbito da regra da despesa não poderá exceder 0,1% em 2018 e 0,7% em 2019 (em termos nominais). A materialização das perspetivas incluídas no PE2018-22 implicaria “algum desvio” face ao requisito do saldo estrutural em 2018 e 2019 (Quadro C2.3). Este critério seria cumprido exclusivamente na avaliação conjunta de 2017 e 2018.¹⁸ Quanto à regra da despesa, as estimativas incluídas no PE2018-22 implicam riscos de desvio significativo. Destaque-se, ainda, que uma avaliação baseada nas Previsões da Primavera da Comissão Europeia, cujas perspetivas são menos favoráveis do que as apresentadas no PE2018-22, aponta para desvios de maior magnitude.

Adicionalmente, após o encerramento do Procedimento por Défice Excessivo em 2017, durante um período de três anos Portugal terá que registar um ajustamento linear mínimo que seja compatível com o cumprimento da regra da dívida no final de 2019. De acordo com a Comissão Europeia, a evolução do rácio da dívida prevista no PE2018-22 e também nas Previsões da Primavera de 2018 é compatível com o ajustamento mínimo exigido durante o período transitório.

16. Note-se que a definição de dívida pública utilizada no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos corresponde a um conceito de dívida bruta isto é, não está líquida de ativos financeiros tais como numerário e depósitos.

17. No caso de Portugal, o ajustamento mínimo estabelecido pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento no âmbito do processo de convergência para o Objetivo de Médio Prazo de um excedente estrutural de 0,25% do PIB corresponde a um aumento do saldo estrutural de 0,6 pp do PIB por ano. Em 2017, a Comissão Europeia estima que o saldo estrutural tenha aumentado em 0,9 pp do PIB, pelo que este requisito terá sido cumprido. No que se refere ao cumprimento da regra da despesa, a Comissão Europeia identificou um desvio equivalente a 0,5 pp do PIB, que classificou como equivalente a “algum desvio” face ao requerido.

18. Um desvio face à trajetória de convergência para o Objetivo de Médio Prazo é considerado significativo se for superior a 0,5 pp do PIB num ano ou cumulativamente em dois anos consecutivos.

Em termos gerais, a estratégia apresentada no PE2018-22 assenta numa orientação contra-cíclica da política orçamental que coloca o rácio da dívida numa trajetória descendente sustentada. No entanto, tal como sublinhado pela Comissão Europeia no âmbito da sua avaliação ao PE2018-22, subsistem riscos na evolução das finanças públicas no médio prazo. Em primeiro lugar, é de enfatizar o forte contributo da redução prospetivada para a despesa em juros da dívida pública. A respetiva evolução depende também de fatores exógenos não influenciáveis pela ação discricionária do Governo e será certamente afetada pelo processo de normalização da política monetária nos próximos anos. Embora a estrutura atual da dívida pública portuguesa garanta alguma resiliência face a variações nas taxas de juro, o elevado nível de endividamento das administrações públicas constitui um importante fator de vulnerabilidade. A estratégia apresentada no PE2018-22 tem ainda subjacente uma hipótese de manutenção de excedentes primários significativos que dependem de forma crucial de um cenário macroeconómico relativamente benigno e de uma contenção da despesa pública que não é integralmente justificada por medidas de política orçamental. Adicionalmente, o desafio de redução do peso da despesa primária no PIB assume particular relevância num contexto em que se prevê que o envelhecimento da população contribua significativamente para o aumento dos encargos com pensões e despesas de saúde nas próximas décadas.

Quadro C2.3 • Avaliação do cumprimento dos critérios do Pacto de Estabilidade e Crescimento: saldo estrutural e regra da despesa⁽¹⁾ | Em pontos percentuais do PIB

	2017	Programa de Estabilidade		Previsões da Primavera da Comissão Europeia	
		2018	2019	2018	2019
Saldo estrutural					
Ajustamento requerido	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Varição no ano <i>t</i>	0,9	0,4	0,3	0,0	-0,1
Desvio no ano <i>t</i> ⁽²⁾	0,3	-0,2	-0,3	-0,6	-0,7
Desvio médio nos anos <i>t</i> e <i>t</i> -1	-	0,0	-0,3	-0,2	-0,6
Regra da despesa					
Taxa de referência (%) ⁽³⁾	-1,4	0,1	0,7	0,1	0,7
Desvio no ano <i>t</i> ⁽²⁾	-0,5	-1,1	-0,8	-1,4	-1,0
Desvio médio nos anos <i>t</i> e <i>t</i> -1	-	-0,8	-1,0	-1,0	-1,2

Fonte: Comissão Europeia. | Notas: (1) As cores utilizadas no quadro replicam a avaliação feita pela Comissão Europeia relativamente ao cumprimento dos requisitos. A cor verde tem associado o cumprimento dos requisitos. Valores assinalados a amarelo correspondem a algum desvio face aos requisitos, enquanto a vermelho estão identificados os desvios significativos; (2) A avaliação do cumprimento do critério do saldo estrutural e da regra da despesa é, em ambos os casos, baseada no desvio medido em percentagem do PIB; (3) Em 2017, a taxa de referência relevante no âmbito da regra da despesa é definida em termos reais e, de 2018 em diante, é definida em termos nominais.

Caixa 3 • Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas

O desempenho dos produtores portugueses nos mercados externos pode ser avaliado através dos ganhos ou perdas de quota de mercado, isto é, pelo diferencial positivo ou negativo do crescimento das exportações portuguesas face à variação da procura externa dirigida à economia portuguesa. Esta caixa apresenta uma avaliação da evolução das quotas de mercado de exportação, analisando os contributos por tipo de bens/serviços e por mercados geográficos.

Desde 2009, as exportações portuguesas têm apresentado uma evolução muito positiva, com taxas de variação superiores às do indicador de procura externa em quase todos os anos (Gráfico C3.1).¹⁹ De facto, mais de metade do crescimento real acumulado das exportações de bens e serviços desde 2008 esteve associado a ganhos de quota de mercado. Em 2017, o ganho de quota dos exportadores portugueses voltou a ser significativo, ascendendo a 2,8 pp (face a 3,6 pp nos dois anos anteriores).

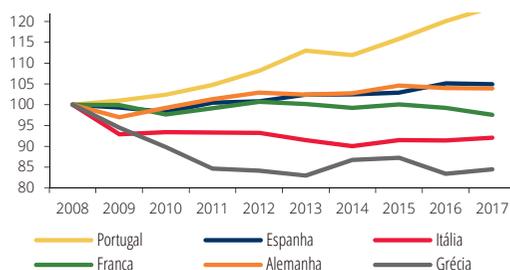
Os ganhos de quota de mercado dos exportadores portugueses no período em análise excederam, em larga medida, os observados noutros países da área do euro (Gráfico C3.2).

Gráfico C3.1 • Variação das exportações de bens e serviços, procura externa e quota de mercado em Portugal (em termos reais) | Em percentagem e pontos percentuais



Fontes: BCE, FMI e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O indicador de procura externa é calculado pelo BCE como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país/região é ponderada de acordo com o seu peso no total das exportações. A procura externa corrigida 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. Na procura externa calculada pelo BCE é considerado o agregado geográfico África como um todo, o qual pode apresentar uma evolução diferenciado do mercado angolano.

Gráfico C3.2 • Comparação internacional da quota de mercado das exportações de bens e serviços (em termos reais) | Índice 2008=100



Fontes: BCE, Eurostat, INE e Reuters. | Nota: a variação da quota de mercado das exportações de bens e serviços para cada país é obtida comparando o crescimento real das exportações de cada país com o crescimento de um indicador de procura externa desse país. O indicador de procura externa de cada país é calculado como a média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais do país (em que cada parceiro é ponderado de acordo com o seu peso nas exportações do país). No caso de Portugal, utilizou-se a procura externa incluindo Angola.

A informação que permite calcular a quota de mercado das exportações em termos reais apenas se encontra disponível em termos agregados. Uma análise mais detalhada da variação da quota de mercado, por zona geográfica e grupos de produtos/serviços, só é possível recorrendo a diferentes bases de dados. A limitação principal destas fontes de informação adicionais é referirem-se

19. Esta tendência de ganhos de quota nas exportações iniciou-se em 2006, seguindo-se a um período prolongado (1997-2005) de perda de quota dos produtores portugueses nos mercados externos.

a dados nominais, pelo que as variações de quota analisadas podem resultar de uma variação da quota em volume ou de variações de preços relativos. Não obstante eventuais diferenças na evolução das quotas de exportação em volume e em valor, as duas medidas são complementares e devem ser analisadas em paralelo quando se avalia o desempenho dos produtores portugueses nos mercados externos. A evolução das quotas de mercado das exportações em termos de volume é útil para avaliar a competitividade a um nível macroeconómico, enquanto uma análise das quotas em termos de valor tem a vantagem de fornecer informação sobre o rendimento gerado pelas exportações.

As exportações de bens de Portugal para os países da União Europeia (UE) são as que têm maior peso no total das exportações de bens e serviços portuguesas (50% em 2017). Com base nos dados de comércio externo disponibilizados pelo Eurostat, é possível analisar o desempenho das exportações portuguesas intra-UE de bens excluindo combustíveis²⁰, em termos nominais, tendo em conta o contributo dos mercados geográficos e de produtos. Em particular, o detalhe dos dados permite desagregar as exportações de bens de Portugal para a UE e as importações totais de bens da UE nos mercados dos 27 países e de 11 grupos de produtos (definidos a partir dos capítulos da nomenclatura combinada), obtendo-se, pelo cruzamento destas dimensões, 297 mercados individuais.

O diferencial entre a variação das exportações nominais de bens excluindo combustíveis de Portugal para a UE e a variação das importações totais da UE (Gráfico C3.3) pode ser decomposto num efeito quota de mercado e num efeito estrutura combinada.²¹ O efeito quota de mercado mede o impacto de alterações na quota em cada mercado (país/produto), enquanto o efeito estrutura combinada mede o impacto da especialização relativa das exportações portuguesas nos vários mercados individuais país/produto. Portugal está relativamente especializado num mercado individual se esse mercado tiver um peso superior nas exportações portuguesas do que nas importações da amostra. Essa especialização gera um contributo positivo para o efeito estrutura combinada se as importações desse mercado individual crescerem acima do crescimento médio das importações do total dos mercados.

De acordo com esta decomposição, os exportadores portugueses de bens registaram ganhos de quota efetivos nos mercados intra-UE, avaliados em termos nominais, na maioria dos anos do período 2008-2017 (Gráfico C3.4). Em 2017, esse ganho foi de 1,4 pp, o que compara com 2,9 pp em 2016.²²

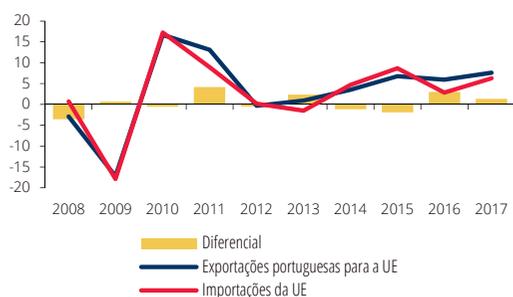
No desempenho favorável das exportações de bens nos mercados da UE em 2017 destacam-se, em termos geográficos, os ganhos de quota obtidos em França, nos Países Baixos e no Reino Unido e, em termos de grupos de produtos, o aumento da quota nos mercados de material de transporte e na categoria residual de produtos diversos (Gráfico C3.5 e C3.6). Comparativamente ao ano anterior, registaram-se menores ganhos de quota na generalidade dos principais mercados da UE, sendo de destacar a perda observada no mercado espanhol. Os ganhos de quota de 2017 apresentaram-se também mais concentrados em termos de mercados de produtos que no ano anterior.

20. Dado o detalhe da informação é possível excluir da análise a componente de combustíveis, uma vez que as flutuações acentuadas de preços deste tipo de bens comprometem as conclusões de uma análise em termos nominais.

21. Para um maior detalhe da metodologia de decomposição entre efeito quota de mercado e efeito estrutura combinada veja-se a Caixa 9, "Evolução recente da quota de mercado das exportações portuguesas de bens excluindo combustíveis na União Europeia", *Boletim Económico* de Outubro, 2017, Banco de Portugal.

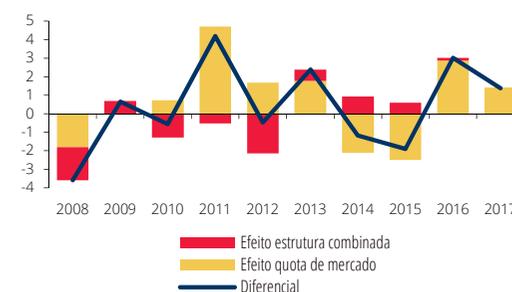
22. O efeito estrutura contribuiu positivamente para o diferencial de crescimento entre as exportações portuguesas e as importações da UE desde 2013, apontando para uma especialização das exportações intra-UE favorável neste período (concentração em mercados produto/país com crescimento acima da média das importações totais da UE).

Gráfico C3.3 • Crescimento das exportações portuguesas e das importações da UE (bens excluindo combustíveis, em termos nominais) | Em percentagem e pontos percentuais



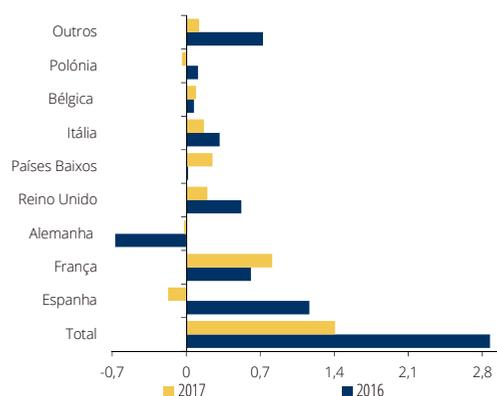
Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C3.4 • Decomposição do diferencial de crescimento das exportações portuguesas e das importações da UE (bens excluindo combustíveis, em termos nominais) | Pontos percentuais



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C3.5 • Contributo de cada país para o efeito quota de mercado intra-UE | Pontos percentuais



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C3.6 • Contributo de cada grupo de produtos para o efeito quota de mercado intra-UE | Pontos percentuais



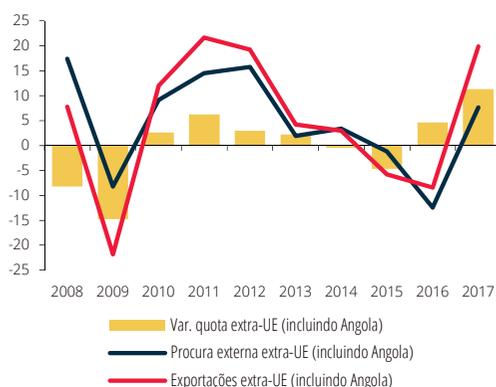
Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

As exportações extra-UE de bens pesavam 15% no total das exportações de bens e serviços portuguesas em 2017. Para avaliar a quota destas exportações, utilizou-se a base de dados CPB World Trade Monitor, disponibilizada pelo *CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis*, que contém dados das importações totais de bens de uma amostra alargada de países, que representavam 53% das exportações portuguesas extra-UE em 2017.²³ Esta base de dados não inclui dados para Angola – que detinha um peso de 12% nas exportações extra-UE em 2017 – pelo que se optou neste caso por usar os dados nominais das importações desta economia divulgados pelo Banco Nacional de Angola (BNA).

23. Estes dados não permitem a desagregação por tipo de produto, pelo que não foi possível excluir a componente de combustíveis. A base de dados do CPB inclui as importações totais por país em valor e volume mas, dado que as exportações portuguesas de bens extra-UE só estão disponíveis em valor (dada a inexistência de deflatores por país de destino), a análise é feita em termos nominais.

A partir destes dados, calculou-se um indicador de procura externa extra-UE, ponderando o crescimento das importações dos países extra-UE disponíveis com o respetivo peso nas exportações portuguesas.²⁴ Deste modo, é possível identificar ganhos de quota de mercado nos últimos dois anos, particularmente acentuados em 2017. (Gráfico C3.7). Para o cálculo desta quota de mercado consideraram-se as exportações portuguesas para o mesmo conjunto de países para os quais se dispõe de informação para as importações. O aumento da quota em 2017 decorreu, em larga medida, do ganho notório de quota dos exportadores portugueses no mercado brasileiro (de 60 pp). Noutros mercados relevantes do comércio extra-UE português também se registaram ganhos de quota de mercado em 2017 (Gráfico C3.8). Em particular, refiram-se os aumentos significativos de quota em Angola nos dois últimos anos, apesar da volatilidade registada nas exportações para este país. No final de 2017 e início de 2018, os dados disponíveis sugerem uma nova desaceleração das exportações para Angola.

Gráfico C3.7 • Exportações portuguesas de bens extra-UE, procura externa extra-UE e quota de mercado | Em percentagem e pontos percentuais



Fontes: BNA, CPB e INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C3.8 • Variação da quota de mercado nos principais mercados extra-UE de exportação de bens | Pontos percentuais



Fontes: BNA, CPB e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Entre parêntesis, o peso do país no total do comércio extra-UE português, em 2017. O valor de 2017 para as importações de Angola é uma previsão do BNA.

O turismo constituiu o principal serviço exportado pela economia portuguesa, detendo um peso de 17% no total das exportações de bens e serviços em 2017. As exportações de turismo têm apresentado um dinamismo assinalável no período recente, superior ao observado noutros países do sul da Europa.²⁵ Para avaliar o desempenho deste segmento das exportações, calculou-se um indicador de procura externa de turismo ponderando o crescimento das importações nominais de serviços de turismo de um conjunto de 30 países (dados de balança de pagamentos), que representavam 89% das exportações portuguesas de turismo em 2017. Esta ponderação foi feita usando o peso de cada país nas exportações portuguesas de turismo. No cálculo das quotas

24. Este indicador de procura externa extra-UE é representativo de 65% dos mercados extra-UE em 2017.

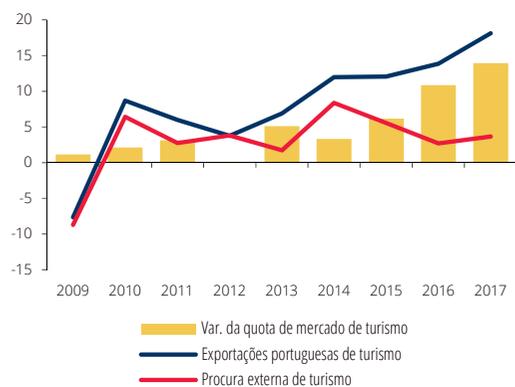
25. Ver caixa 8 – A evolução recente do turismo não residente em Portugal, do *Boletim Económico* de outubro de 2017.

foram apenas consideradas as exportações portuguesas de serviços de viagens e turismo para o mesmo conjunto de países.

Nesta componente das exportações, Portugal tem, de igual modo, registado ganhos de quota de mercado muito significativos desde 2009, com exceção do ano de 2012 (Gráfico C3.9). Estes ganhos foram particularmente elevados em 2016 e 2017, tendo o crescimento das exportações portuguesas excedido o crescimento da procura externa em 9,8 pp e 14,3 pp, respetivamente. Uma análise por mercados geográficos aponta para que estes ganhos tenham sido generalizados aos principais mercados emissores de turistas (Gráfico C3.10).

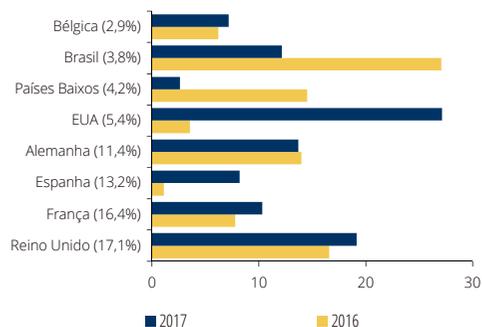
Os resultados apresentados apontam para uma melhoria de competitividade revelada das exportações portuguesas no período 2009-17. Ao longo deste período, os exportadores portugueses de bens e serviços obtiveram ganhos substanciais de quota nos mercados externos, avaliados em termos reais (cerca de 20%, em termos acumulados).²⁶ O ganho de quota manteve-se significativo em 2017. A análise apresentada nesta caixa aponta para que o ganho de quota em 2017 tenha estado, em larga medida, associado ao crescimento extraordinário das exportações de turismo. Ao nível da quota das exportações de bens, os ganhos de quota em 2017 terão sido inferiores aos observados em 2016, especificamente nos mercados intra-UE, e relativamente mais concentrados em alguns mercados de produto, com destaque para o material de transporte. Refira-se, neste sentido, o aumento da capacidade de uma importante unidade industrial do setor automóvel com impacto significativo nas exportações deste tipo de bens no final de 2017 e no ano em curso. Nos mercados extra-UE, os exportadores portugueses registaram um aumento significativo das vendas e de quota de mercado em 2017, mas deverá assinalar-se a volatilidade associada à procura de alguns destes mercados.

Gráfico C3.9 • Exportações portuguesas de turismo, procura externa de turismo e quota de mercado (em termos nominais) | Em percentagem e pontos percentuais



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

Gráfico C3.10 • Variação da quota de mercado nos principais mercados em 2017 | Pontos percentuais



Fontes: Eurostat, FMI e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Entre parêntesis, o peso do país no total das exportações de turismo portuguesas, em 2017.

26. Para uma análise complementar do comportamento recente dos exportadores portugueses usando informação ao nível da empresa veja-se o Tema em Destaque – “Empresas portuguesas no comércio internacional: alguns factos sobre idade, preços e mercados”, *Boletim Económico* de outubro de 2016, Banco de Portugal.

Caixa 4 • Evolução da inflação em Portugal e na área do euro: contributos das componentes procíclica e acíclica

De acordo com a teoria económica, os desenvolvimentos cíclicos da atividade têm influência na evolução da inflação, através de uma relação habitualmente designada por curva de Phillips. No atual contexto de expansão económica e recuperação do mercado de trabalho, esperar-se-ia uma evolução semelhante do lado dos preços. No entanto, a inflação em Portugal e na área do euro permanece em níveis inferiores ao objetivo de estabilidade de preços do Banco Central Europeu.

O facto de a inflação estar relativamente baixa para a fase do ciclo atual tem sido largamente debatido na literatura. Esta caixa aborda esta questão de acordo com a perspetiva adotada em Mahedy e Shapiro (2017)²⁷ para o caso norte-americano, analisando a evolução da inflação com base no comportamento das componentes procíclica e acíclica. A componente procíclica inclui as rubricas que têm uma evolução sincronizada com o ciclo económico e a componente acíclica contém todas as rubricas sem relação com o ciclo económico. Nesta caixa, esta análise é feita para Portugal e para a área do euro.

Por simplicidade, considerou-se o IHPC excluindo bens alimentares e energéticos como o agregado de análise relevante. As rubricas que ficaram fora da análise representam cerca de 30% do IHPC e são maioritariamente componentes acíclicas, reagindo principalmente a fatores externos como os preços das matérias-primas e a taxa de câmbio. Os principais resultados mantêm-se se considerarmos o IHPC total.

A classificação de cada uma das cerca de 70 rubricas que compõem o IHPC excluindo bens alimentares e energéticos como procíclica ou acíclica teve como base os resultados da estimação de uma curva de Phillips para cada subíndice. A formulação genérica da curva de Phillips utilizada é dada por:

$$\pi_t^i = \theta_0^i + \alpha^i E_t(\pi_{t+1}) + \sum_{j=1}^n \beta_j^i \pi_{t-j}^i + \sum_{k=1}^m \gamma_k^i imp_{t-k} + \delta^i \hat{y}_{t-1} + \varepsilon_t^i \quad (1)$$

onde π_t^i é a inflação da rubrica i do IHPC observada em t , $E_t(\pi_{t+1})$ é a inflação esperada para o total da economia, imp_t é uma medida de preços de importação e \hat{y}_t é uma variável que mede a posição cíclica da economia. O número de desfasamentos n e m é idêntico para todas as regressões, sendo $n=3$ e m determinado com o critério de optimização de Schwarz.

Foram selecionados regressores – diferenciados para Portugal e para a área do euro – que proporcionassem bons resultados em termos de previsão e ajustamento da curva de Phillips estimada para a inflação excluindo bens alimentares e energéticos. No caso de Portugal a posição cíclica da economia foi avaliada com base no hiato de produto medido por uma função de produção Cobb-Douglas, enquanto no caso da área do euro a escolha recaiu sobre o hiato do desemprego.²⁸ Com exceção da variável \hat{y}_t (expressa em níveis), todas as variáveis se encontram expressas em taxas de variação homóloga.²⁹ Foram consideradas como procíclicas as rubricas para as quais o respetivo coeficiente δ^i apresentava o sinal esperado e um nível de significância superior a 10%, na amostra considerada (1997 T1-2017 T4).

27. Mahedy, T. e Shapiro, A. H., 2017. "What's Down with Inflation?", *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco.

28. Os restantes regressores foram, no caso português, o deflator das importações de bens excluindo energéticos e as expectativas de inflação medidas pela questão relevante do inquérito de confiança aos consumidores da Comissão Europeia. Mais pormenores sobre a escolha dos regressores e sobre a metodologia utilizada podem ser encontrados em Serra, S. (2018), "O fim da curva de Phillips? – Resultados para Portugal", *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, 4(2). No caso da área do euro, em resultado da aplicação da mesma metodologia, considerou-se o deflator do total das importações e as expectativas da Consensus Economics num horizonte de quatro trimestres de distância.

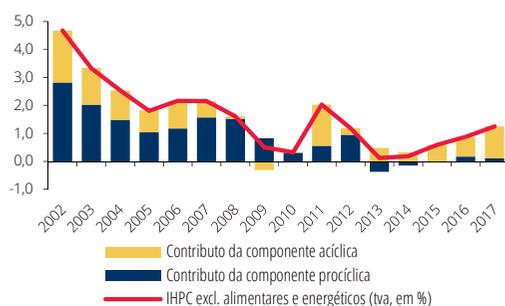
29. Diferença face ao período homólogo no caso da variável de expectativas para Portugal.

Os resultados encontram-se condicionados pela forma de modelização da inflação adotada, centrada na curva de Phillips. O facto de as rubricas do IHPC se referirem a bens e serviços muito específicos enquanto os regressores da curva de Phillips se referem à economia como um todo constituem uma limitação específica do modelo considerado. O número de rubricas procíclicas pode assim estar subestimado, já que a evolução destas pode estar correlacionada com o hiato do produto de uma atividade não sincronizada com o ciclo agregado da economia.³⁰ A escolha do período amostral é outro fator condicionante dos resultados.³¹

Seguindo esta metodologia, as componentes procíclica e acíclica são formadas aproximadamente pelo mesmo número de rubricas em Portugal e na área do euro.³² Em 2017, a componente procíclica representava cerca de 57% do IHPC excluindo bens alimentares e energéticos em Portugal, e cerca de 45% na área do euro.

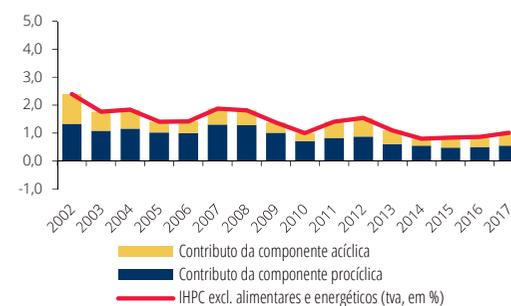
Os principais resultados sugerem que no período recente tem sido a componente acíclica a que mais contribuiu para o aumento da inflação em Portugal e na área do euro, exibindo uma trajetória ascendente desde 2014 (Gráfico C4.1 e C4.2).³³ O contributo da componente procíclica tem sido aproximadamente nulo em Portugal, enquanto na área do euro se encontra em torno de 0,5 pp.

Gráfico C4.1 • Contributos para a evolução da inflação excl. alimentares e energéticos em Portugal | Em pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C4.2 • Contributos para a evolução da inflação excl. alimentares e energéticos na área do euro | Em pontos percentuais



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

No caso português, o contributo médio da componente procíclica no atual período de recuperação (2014-17) encontra-se 1,3 pp abaixo do contributo médio observado no período de recuperação

30. Refira-se que o facto de a dispersão do crescimento entre setores de atividade se encontrar atualmente em níveis reduzidos deverá minorar a importância desta questão.

31. No caso português, foram realizados vários testes de robustez a esta especificação: a curva de Phillips foi estimada para diferentes subamostras e utilizando taxas de variação em cadeia anualizadas baseadas nas séries corrigidas de sazonalidade em detrimento das taxas de variação homóloga; consideraram-se também modelos mais restritos em que foram excluídas as variáveis de preços de importação e expectativas de inflação; a estimação foi feita em painel ao invés de para cada rubrica separadamente. Adicionalmente, foi usada também uma abordagem mais simples, em que se analisou a correlação da componente cíclica das rubricas do IHPC (extraída com um filtro HP) com a do PIB. Em geral mantém-se a conclusão principal de que a componente procíclica apresentou um menor contributo para a inflação neste ciclo de recuperação do que no passado.

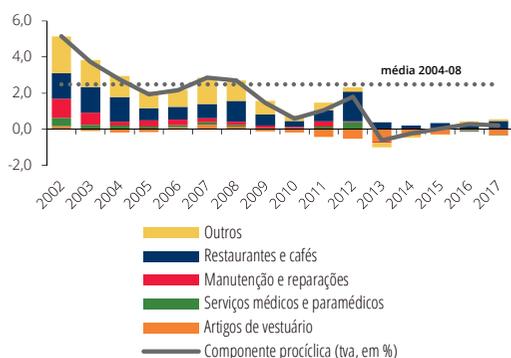
32. Refira-se que, para o caso português, todas as rubricas consideradas como preços administrados foram classificadas como acíclicas, com exceção das rendas efetivas para habitação. Este resultado pode estar relacionado com o facto da variação média anual das rendas reguladas ser determinada pela evolução do IHPC excluindo habitação, e portanto indiretamente afetada por rubricas procíclicas.

33. Note-se que, no caso da área do euro, a componente procíclica foi a que mais contribuiu para o nível da inflação em 2014-17 (enquanto a componente acíclica foi a que mais contribuiu para a variação média da inflação neste período).

anterior (ou seja, após a crise de 2003). Este fraco desempenho parece ser relativamente generalizado às várias rubricas, destacando-se a diminuição significativa do contributo dos preços dos restaurantes e cafés na recuperação atual (Gráfico C4.3). Não só o peso deste setor no IHPC neste período é mais reduzido do que no passado, como a variação média dos preços foi mais fraca. Além de alguns efeitos fiscais³⁴, a evolução dos preços no setor da restauração foi influenciada por condições de procura. De facto, a atividade neste setor foi fortemente afetada pela crise económica, e só em 2016 os indicadores de atividade retomaram os níveis anteriores à crise da dívida soberana.³⁵

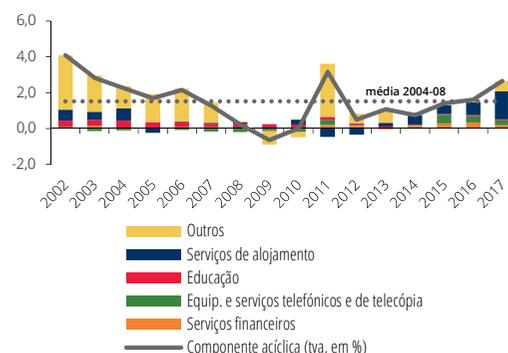
Por seu turno, o contributo médio da componente acíclica em 2014-17 encontra-se no nível observado em média no período de recuperação anterior (2004-08). No período mais recente, o aumento dos preços desta componente refletiu essencialmente a evolução da rubrica de serviços de alojamento, que tem beneficiado do dinamismo setor do turismo em Portugal, muito superior ao da média da economia, o que, ao contrário do setor dos restaurantes e cafés, se reflete em indicadores de atividade muito mais dinâmicos do que antes da crise (Gráfico C4.4).

Gráfico C4.3 • Decomposição da evolução da componente procíclica em Portugal
| Contributos em pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C4.4 • Decomposição da evolução da componente acíclica em Portugal
| Contributos em pontos percentuais



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

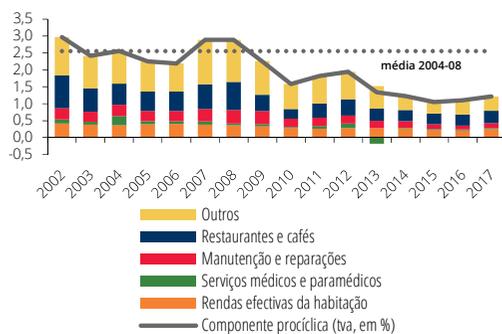
Para a área do euro alcançou-se um resultado semelhante. O contributo da componente procíclica para o aumento da inflação excluindo bens alimentares e energéticos em 2014-17 encontra-se 0,6 pp abaixo da média observada no período 2004-08. A decomposição do crescimento desta componente nos vários contributos permite constatar que, apesar da evolução recente ser generalizada, as principais responsáveis são as rubricas do agregado dos serviços (Gráfico C4.5). No entanto, o peso deste agregado aumentou em média no período em análise, de cerca de 81,4% em 2004-08 para 84,3% em 2014-17. O menor contributo observado resulta assim de uma evolução mais fraca dos preços neste agregado no período recente. Com efeito, o perfil descendente da inflação é comum às quatro rubricas identificadas como as que mais contribuíram para o menor crescimento da componente procíclica em 2014-17. Refira-se que, em 2017 este comportamento se alterou, verificando-se uma ligeira aceleração nos quatro subíndices.

34. Aumento do IVA da taxa intermédia para a taxa normal em 2012 e reversão desta medida em 2016.

35. Para mais detalhes consultar a publicação do Gabinete de Estratégia e Estudos – Ministério da Economia: *Estatísticas de bolso – síntese setorial*, baseada em dados do INE (Sistema de Contas Integradas das Empresas).

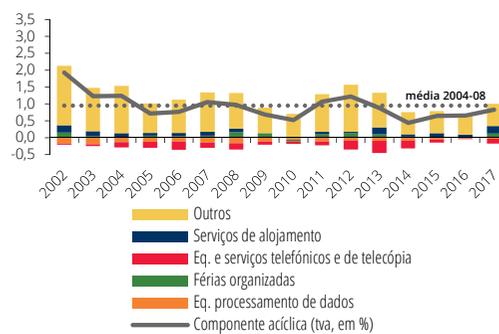
O contributo da componente acíclica para a inflação na área do euro situou-se em 2014-17 cerca de 0,2 pp abaixo da média 2004-08. A trajetória ascendente recente reflete a evolução dos preços dos serviços relacionados com o turismo (nomeadamente, os serviços de alojamento e de férias organizadas) e a menor magnitude do contributo negativo dos serviços telefónicos e de telecópia (Gráfico C4.6).

Gráfico C4.5 • Decomposição da evolução da componente procíclica na área do euro
| Contributos em pontos percentuais



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico C4.6 • Decomposição da evolução da componente acíclica na área do euro
| Contributos em pontos percentuais



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal).

De acordo com a análise desenvolvida nesta caixa, tanto em Portugal como na área do euro o comportamento relativamente mais fraco da inflação no período de recuperação atual reflete a evolução dos preços mais sensíveis ao ciclo económico (componente procíclica). A literatura tem identificado explicações relacionadas com fatores internos (subestimação do excesso de oferta na economia, alteração nas expectativas de inflação ou crescimento mais moderado dos salários num quadro de maior flexibilização do mercado de trabalho) e fatores globais (progresso tecnológico e globalização). Adicionalmente, tem sido também explorada a possibilidade de uma relação não linear entre a inflação e o ciclo económico, mais fraca na recuperação que se segue a uma crise tão profunda devido a uma subutilização da capacidade instalada na economia.

À luz do argumento teórico da curva de Phillips, a aproximação do nível da atividade ao seu potencial, tanto em Portugal como na área do euro, deverá continuar a traduzir-se num aumento das pressões inflacionistas. Adicionalmente, no caso português, a manutenção do dinamismo no setor do turismo deverá criar uma pressão ascendente adicional sobre os preços. Esta avaliação é consistente com o perfil de aumento projetado para a inflação excluindo bens alimentares e energéticos em Portugal e na área do euro no período 2018-20 (Capítulo 5).

Caixa 5 • Impacto macroeconómico do aumento das tensões protecionistas globais

As projeções apresentadas neste boletim assumem um enquadramento internacional em que as tensões protecionistas no comércio internacional se mantêm contidas e em que os conflitos comerciais não se agravam. No entanto, os desenvolvimentos mais recentes levantam dúvidas sobre esta hipótese. Os riscos de um maior protecionismo ao nível das trocas comerciais globais tem vindo a aumentar, impulsionados em larga medida pela retórica e ações recentes dos EUA, bem como pelas ameaças de retaliação dos seus parceiros comerciais. A Administração norte-americana tem ameaçado a reversão de acordos comerciais e anunciado restrições às importações, com o objetivo declarado de reduzir o elevado e persistente défice externo dos EUA e de proteger a produção e o emprego em indústrias específicas. A teoria e a evidência empírica mostram que a imposição de barreiras às importações reduz o bem-estar da sociedade e potencia uma afetação ineficiente de recursos, constituindo uma resposta desadequada aos desafios colocados pelo comércio internacional (Tema em Destaque – “O comércio internacional: ganhos e desafios”, *Boletim Económico* de outubro de 2017, Banco de Portugal).

Tendo em conta os riscos crescentes de uma escalada do protecionismo, esta caixa considera dois cenários em que as tensões evoluem para uma guerra comercial a nível global. O objetivo é ilustrar os potenciais efeitos sobre a atividade, os fluxos de comércio e a inflação a nível global e, em particular, na economia portuguesa.

O anúncio recente pelos EUA de um aumento das tarifas sobre as importações de aço e alumínio de um conjunto de parceiros comerciais, bem como as medidas de retaliação destes países, deverão ter efeitos diretos limitados sobre a atividade e comércio mundiais, dado que a parcela das importações dos EUA e dos seus parceiros afetada por essas tarifas é relativamente pequena.³⁶ No entanto, implicam um aumento dos riscos de uma escalada dos conflitos comerciais. Para além das tarifas referidas, os EUA preparam-se para impor restrições adicionais sobre o comércio com a China no contexto da investigação anunciada às práticas de propriedade intelectual deste país, o que implica um risco elevado de retaliação por parte das autoridades chinesas. As autoridades dos EUA estudam ainda a possibilidade de aumentar as tarifas sobre as importações de automóveis com origem na União Europeia. Refira-se também as renegociações em curso do Tratado Norte-Americano de Livre Comércio³⁷, por iniciativa dos EUA, e a retirada deste país da Parceria Transpacífica³⁸. A administração norte-americana tem-se revelado ainda muito crítica do papel da Organização Mundial do Comércio, expressando uma preferência por acordos comerciais bilaterais, o que ameaça o comércio livre multilateral.

Neste contexto, consideraram-se dois cenários alternativos. O primeiro cenário, de guerra comercial limitada, considera uma escalada das tensões comerciais entre os EUA e todos os seus parceiros comerciais. Este cenário assume que os EUA aumentam as tarifas sobre as importações

36. Refira-se, no entanto, que a recente redução dos indicadores de confiança nas economias avançadas pode, em certa medida, estar associada a um aumento dos receios de uma escalada das disputas comerciais.

37. North American Free Trade Agreement (NAFTA) é um acordo de comércio livre entre os EUA, o Canadá e o México (tendo o Chile como associado).

38. Trans-Pacific Partnership (TPP) é um acordo de comércio estabelecido entre doze países banhados pelo Oceano Pacífico (Austrália, Brunei, Canadá, Chile, Japão, Malásia, México, Nova Zelândia, Peru, Singapura, Vietname e EUA).

de todos os bens originários de países parceiros – implicando um aumento dos preços de exportação destes países para os EUA de cerca de 10% – e que estas economias retaliam impondo tarifas do mesmo montante sobre as importações provenientes dos EUA. O segundo cenário assume uma guerra comercial generalizada, à escala global, em que todos os países impõem direitos aduaneiros sobre as importações dos restantes, com um impacto sobre os preços no comércio internacional de cerca de 10%. A probabilidade de ocorrência destes cenários alternativos é discutível, mas claramente mais elevada no primeiro caso e relativamente reduzida para o cenário de guerra generalizada. Na simulação dos efeitos macroeconómicos destas medidas protecionistas a nível global foi utilizado o modelo NiGEM.³⁹ O impacto do cenário internacional sobre a economia portuguesa e da imposição de tarifas às importações dos parceiros comerciais de Portugal foi simulado com recurso ao principal modelo macroeconómico utilizado pelo Banco de Portugal na projeção de médio prazo da economia portuguesa.

Nos dois cenários, a imposição de direitos aduaneiros por parte dos EUA resulta diretamente num aumento dos preços de importação. Nos restantes países, a imposição de tarifas sobre os produtos importados também se traduz num aumento dos preços de importação, em menor grau comparativamente aos EUA no primeiro cenário mas de magnitude semelhante no segundo cenário.⁴⁰ O aumento do preço das importações reflete-se, por um lado, numa redução do comércio a nível mundial, com consequências sobre as exportações e a atividade económica dos diferentes países e, por outro lado, num aumento da inflação interna, reduzindo o poder de compra dos agentes económicos e por conseguinte o consumo privado. A Reserva Federal e as autoridades monetárias dos restantes países respondem ao aumento da inflação subindo as taxas de juro diretas, o que se transmite às taxas praticadas pelos bancos nos empréstimos às empresas e famílias. Este aumento dos custos de financiamento tem também efeitos negativos sobre o investimento e o consumo privado. Os efeitos macroeconómicos de um aumento das tarifas sobre as importações são, assim, semelhantes aos de um choque tecnológico negativo que aumenta os preços e reduz a atividade.

No cenário de guerra limitada, o PIB mundial reduz-se 0,7% no final do horizonte de três anos, relativamente ao cenário de base (Gráfico C5.1). O comércio mundial apresenta uma redução acumulada no mesmo período de quase 3% face ao projetado no cenário base. Os resultados da simulação mostram que a atividade se reduz em todas as economias, sendo os EUA o país mais afetado. O impacto sobre a atividade económica nas diferentes economias depende de diversos fatores, em particular, da sua dimensão, do seu grau de abertura e do peso das suas trocas comerciais com os EUA. No cenário de guerra generalizada, os efeitos sobre o PIB e sobre o comércio mundial são bastante mais severos, traduzindo-se numa redução de, respetivamente, 2,5% e 9,6%

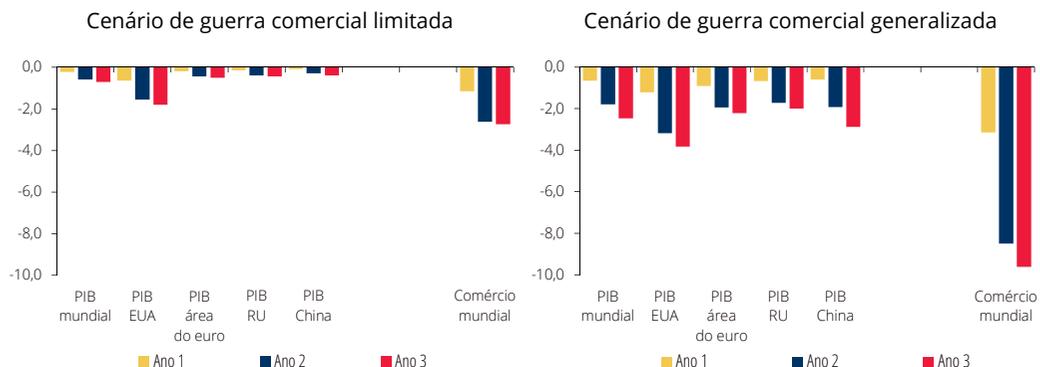
39. O NiGEM é um modelo do National Institute of Economic and Social Research (para uma descrição detalhada do modelo, consultar <https://nimodel.niesr.ac.uk/>). Trata-se de um modelo macroeconómico multipaís cujas características o tornam particularmente adequado para simular os efeitos de um aumento de tarifas a nível global, sendo de destacar a modelização detalhada das ligações comerciais e financeiras entre as economias, a par das diversas opções no desenho das simulações. Utilizou-se a versão do modelo desenvolvida especificamente para a simulação da imposição de tarifas entre os EUA e todos os países e regiões (US tariff and Brexit expanded model v.1.18). Esta versão discrimina a origem/destino geográfico das importações e exportações dos EUA, permitindo a introdução de choques sobre os preços de exportação de países individuais para os EUA e sobre os preços de exportação dos EUA para todos os países.

40. No primeiro cenário, os EUA enfrentam tarifas mais elevadas sobre todas as suas exportações, impostas por todos os seus parceiros comerciais, enquanto os outros países só são confrontados com maiores tarifas sobre as suas exportações para os EUA.

face ao cenário de base no final do horizonte de projeção.⁴¹ Comparativamente com o cenário de guerra limitada, regista-se um aumento do impacto negativo sobre a atividade económica em todos os países.

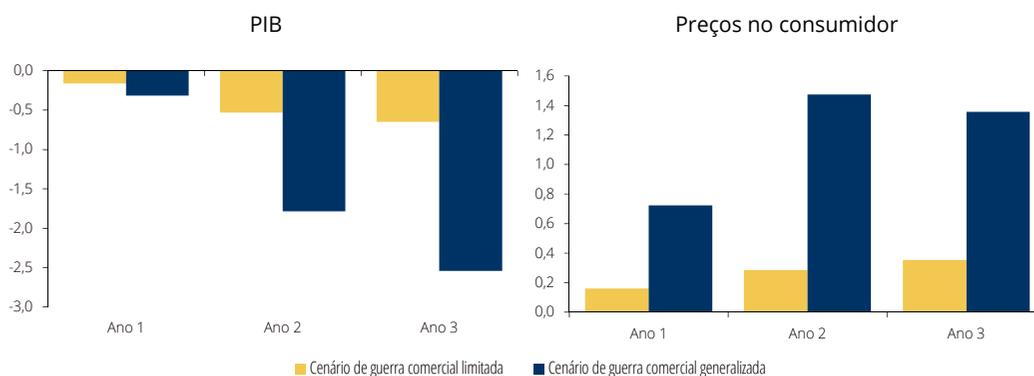
Sendo Portugal uma economia relativamente aberta ao exterior, a redução da atividade e do comércio a nível global tem um efeito adverso sobre a economia portuguesa. No primeiro cenário, verifica-se uma redução da atividade económica em Portugal ao longo dos três anos que ascende a 0,7%, sendo o efeito nos preços de 0,4% (Gráfico C5.2). No cenário mais severo, o impacto negativo acumulado sobre o PIB é de 2,5%, sendo o impacto acumulado sobre os preços no consumidor de 1,4%. Os canais de transmissão à economia portuguesa do aumento das tarifas aduaneiras e da alteração do enquadramento internacional são semelhantes aos descritos anteriormente. O efeito mais significativo provém da redução das exportações, via diminuição da procura externa dirigida à economia portuguesa. Esta diminuição reflete, em larga medida, o efeito negativo sobre a atividade económica mundial decorrente da imposição de tarifas aduaneiras. A redução das exportações tem consequências ao nível da procura de fatores produtivos, traduzindo-se numa redução do investimento e do emprego, bem como dos salários reais. A redução do rendimento disponível das famílias leva a uma diminuição do consumo privado que é agravada pelo aumento das taxas de juro. Tal como nos restantes países, o aumento das taxas de juro, a par da redução da procura global, traduz-se também numa redução do investimento.

Gráfico C5.1 • Impacto sobre a atividade e comércio mundial de cenários de guerra comercial | Diferença face ao nível projetado no cenário base, em percentagem



41. Estes resultados são similares aos apresentados em “The war on trade: beggar thy neighbour, beggar thyself?” (*National Institute Economic Review No. 244 May 2018*), que usa o NiGEM para simular um cenário equivalente. Os resultados são igualmente próximos dos obtidos pela OCDE, pelo FMI e pelo Banco Mundial para simulações de cenários semelhantes. A OCDE considerou um cenário de imposição de maiores barreiras comerciais nas principais economias mundiais - Europa, Estados Unidos e China - que se traduzem numa subida de 10% dos custos do comércio em relação aos parceiros comerciais (Box 1.3. “The impact of changes in global trade costs”, *OECD Economic Outlook*, December 2016). De acordo com as simulações, baseadas no modelo METRO da OCDE, o PIB mundial reduzir-se-ia em cerca de 1,5% e o comércio mundial em mais de 5%, sendo as economias que impuseram as novas barreiras comerciais as mais severamente afetadas. O FMI conduz um exercício do mesmo tipo, supondo que todos os países do mundo aumentam gradualmente as barreiras tarifárias e não-tarifárias ao longo de três anos face a todos os seus parceiros comerciais, o que se traduz num aumento de 10% dos preços de importação (Scenario Box 1. “Tariff Scenarios”, *IMF World Economic Outlook*, October 2016). Usando o modelo GIMF, este cenário implica uma redução da atividade global de quase 1,75% ao fim de cinco anos face ao cenário de base, com o comércio mundial a cair cerca de 15% no mesmo período. Refira-se ainda a análise do Banco Mundial, onde um aumento a nível global das tarifas em cerca de 10% se traduz numa perda de bem-estar global de 0,8% face ao cenário de base até 2020, enquanto a redução dos fluxos de comércio atinge 9% (Kutlina-Dimitrova e Lakatos (2017), “The Global Costs of Protectionism”, *World Bank Policy Research Working Paper 8277*).

Gráfico C5.2 • Impacto sobre a atividade e preços no consumidor em Portugal de cenários de guerra comercial | Diferença face ao nível projetado no cenário base, em percentagem



Os efeitos dos cenários de guerra comercial apresentados nesta caixa para a economia mundial e para a economia portuguesa devem ser considerados como indicativos. Na prática, estes efeitos dependerão de uma multiplicidade de fatores, nomeadamente das barreiras tarifárias e não tarifárias impostas pelos decisores de política, da resposta dos mercados financeiros e cambiais, da reação dos bancos centrais e das medidas de política orçamental adotadas pelos diferentes países.

Adicionalmente, é importante ressaltar que um maior grau de protecionismo pode afetar as economias envolvidas através de um conjunto de canais adicionais. A simulação apresentada não tem em conta eventuais impactos via incerteza e confiança. Alterações nas políticas e relações comerciais, mesmo que apenas em forma de ameaça, podem traduzir-se numa redução da confiança ou num aumento da incerteza, o que contribui para amplificar os efeitos negativos sobre a atividade económica. O grau de disrupção e ajustamento das cadeias de produção globais não é também capturado nos cenários simulados. O impacto de medidas protecionistas tenderá a ser magnificado num contexto de maior integração entre as economias e de crescente importância das cadeias de produção globais (onde a imposição de tarifas sobre as importações de bens intermédios prejudica as indústrias nacionais). Finalmente, refira-se que cenários de maior protecionismo implicam menor concorrência internacional e uma redução das possibilidades de especialização, o que deverá ter impacto sobre o crescimento da produtividade a nível global. Este tipo de efeito, que deverá ser mais relevante no médio prazo, também não é tido em conta nos cenários avaliados.⁴² Estas ressalvas sugerem que os resultados apresentados nesta caixa poderão subestimar os efeitos adversos das medidas protecionistas.

Em suma, a ameaça do protecionismo, em particular uma escalada das disputas comerciais, representa um risco significativo em baixa para as perspetivas económicas globais. O aumento de barreiras comerciais pode ter um impacto bastante negativo sobre a economia portuguesa, dado que o crescimento recente tem assentado, em larga medida, no dinamismo das exportações.

42. Para uma referência incorporando este tipo de efeitos em simulações de cenários de aumento de protecionismo, ver background paper ao *DNBulletin* "Why protectionism does not work" (24 August 2017) ou Bond, E. W., M. J. Crucini, T. Potter, and J. Rodrigue (May 2012), "Misallocation and productivity effects of the Smoot-Hawley Tariff." *NBER Working Paper No. 18034*.