

# BOLETIM ECONÓMICO



OUT. 2020



BANCO DE  
PORTUGAL  
EUROSISTEMA



# BOLETIM ECONÓMICO

OUTUBRO 2020



**BANCO DE PORTUGAL**  
EUROSISTEMA

Lisboa, 2020 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

- I A economia portuguesa na primeira metade de 2020 | 5
  - 1 Apresentação | 7
  - 2 Enquadramento internacional | 12
  - 3 Condições monetárias e financeiras | 21
  - 4 Finanças públicas | 30
  - 5 Oferta | 34
  - 6 Procura | 42
    - Caixa 1 • A evolução da atividade económica em Portugal durante a pandemia numa frequência diária | 47
  - 7 Preços | 48
  - 8 Balança de pagamentos | 51
  
- II Projeções para a economia portuguesa em 2020 | 57
  
- III Políticas e consequências da pandemia | 67
  - 1 Introdução | 69
  - 2 Respostas de política das autoridades | 70
    - 2.1 Medidas de política monetária na crise pandémica e os seus impactos | 70
    - 2.2 Medidas orçamentais em Portugal na crise pandémica | 75
    - 2.3 O *layoff* simplificado: impacto na liquidez das empresas e no emprego | 77
    - 2.4 Medidas de apoio ao financiamento das empresas | 81
    - 2.5 Moratórias de crédito às famílias | 84
  - 3 Estrutura setorial e resposta das empresas | 87
    - 3.1 A utilização do teletrabalho em Portugal | 87
    - 3.2 A estrutura produtiva em Portugal e o impacto da pandemia | 89
    - 3.3 O impacto da pandemia no setor do turismo | 91





# I A economia portuguesa na primeira metade de 2020

1 Apresentação

2 Enquadramento internacional

3 Condições monetárias e financeiras

4 Finanças públicas

5 Oferta

6 Procura

7 Preços

8 Balança de pagamentos





# 1 Apresentação

A epidemia do novo coronavírus, que se iniciou na China no final de 2019, alastrou durante os primeiros meses de 2020 e transformou-se rapidamente numa pandemia. A economia mundial sofreu um choque exógeno negativo, sem precedentes em termos de magnitude e sincronização. Esta situação desencadeou medidas de contenção por parte de vários países. Em Portugal, o estado de emergência, que vigorou de 18 de março a 2 de maio, obrigou ao encerramento temporário de diversas atividades e incluiu um dever geral de confinamento, com o encerramento de fronteiras e fortes restrições à livre circulação. Com o fim do estado de emergência, as medidas de contenção foram progressivamente flexibilizadas mas permaneceram numerosas limitações à atividade.

Este choque distingue-se de crises económicas anteriores por ter tido origem num fator exógeno à economia e por ter afetado de forma direta e abrupta a generalidade dos países. A pandemia e as medidas de contenção adotadas pelos vários governos originaram em simultâneo uma queda acentuada da procura e da oferta. Neste contexto, o PIB mundial registou uma redução no primeiro trimestre, que se acentuou no segundo (1,6% e 8,7%, em taxa de variação homóloga, respetivamente). Como habitualmente, o comércio mundial reduziu-se mais do que a atividade, o que reflete em larga medida a fragmentação do processo produtivo entre diferentes localizações geográficas e a sua organização em cadeias de abastecimento globais. As importações mundiais reduziram-se 20,5% em termos homólogos no segundo trimestre de 2020. Este valor compara com uma redução máxima de 15% em termos homólogos trimestrais na crise de 2008-2009.

A resposta da política económica foi mais célere e de maior magnitude e abrangência do que no passado. Com o objetivo de conter os efeitos negativos sobre a situação financeira das famílias, das empresas e do sistema financeiro, bem como criar as condições para uma mais rápida recuperação, foram implementadas num curto espaço de tempo várias medidas de política monetária, orçamental, prudencial e de supervisão. Na União Europeia (UE), as medidas nacionais foram complementadas por ações concertadas, num esforço de cooperação sem precedente.

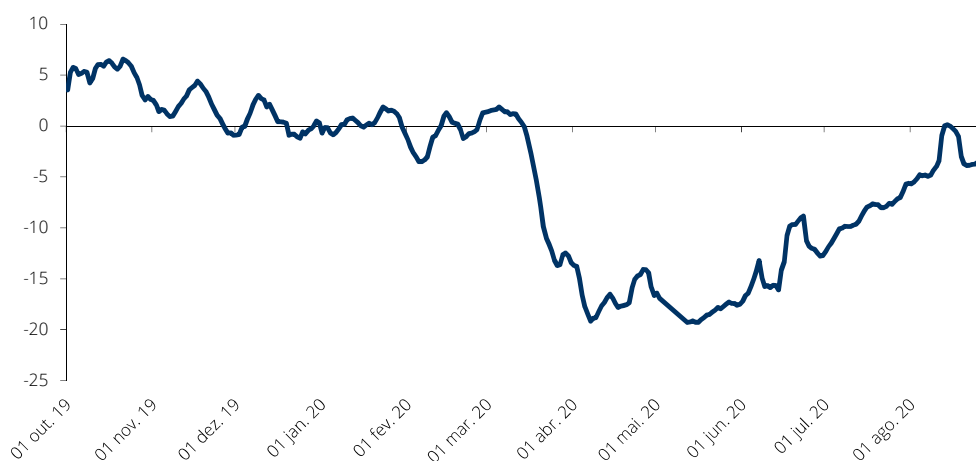
O BCE respondeu à crise pandémica a partir de meados de março para preservar a transmissão da política monetária e garantir condições de financiamento favoráveis para todas as economias da área do euro. A política monetária acomodatória foi assegurada com a manutenção de taxas de juro negativas, um reforço das orientações quanto à manutenção do nível de taxas no futuro, um aumento substancial das compras de ativos e uma ampla provisão de liquidez ao sistema financeiro. Estas medidas contribuirão para que, apesar do aumento do risco de crédito, as condições de financiamento do setor privado não financeiro permanecessem favoráveis, em particular quando considerada a magnitude sem precedentes dos efeitos da pandemia.

A combinação de diferentes instrumentos de política económica revelou-se importante para responder ao choque pandémico. Em Portugal foram criadas linhas de crédito com garantia pública, desenhadas com o objetivo de evitar a falência de empresas viáveis antes da pandemia, e a consequente destruição de capital e emprego, permitindo assim uma recuperação mais sustentada. Estas linhas de crédito representaram cerca de metade dos empréstimos concedidos às empresas pelas instituições financeiras residentes entre março e junho. As necessidades de liquidez das empresas e das famílias foram igualmente atenuadas com a implementação de moratórias de crédito de iniciativa pública e privada. Mediante determinadas condições, tornou-se possível o diferimento de algumas das obrigações dos devedores perante o sistema financeiro sem originar incumprimentos. No final do primeiro semestre, as moratórias abrangiam cerca de 15% do crédito das famílias e quase 30% do crédito das empresas.

A política orçamental centrou-se principalmente do lado da despesa, com apoios ao rendimento do trabalho e à manutenção do emprego, assim como um aumento de prestações sociais. De entre estas medidas, destaca-se o regime de *layoff* simplificado pela sua importância na preservação do emprego e na redução das necessidades de liquidez das empresas. O pacote de estímulos implementado pelo governo português representa um esforço orçamental substancial (2,7% do PIB em 2020).

O PIB, que crescia em Portugal desde 2014, registou uma contração em cadeia de 3,9% e de 13,9% no primeiro e segundo trimestres de 2020, respetivamente. A redução acumulada nos dois trimestres foi maior do que a observada na área do euro (-17,2%, face a -15,1%). Esta evolução traduz uma quebra sem precedentes da atividade num curto espaço de tempo. A contração foi particularmente acentuada a partir de meados de março, com a imposição de medidas de contenção da disseminação da doença em vários países. A partir de maio, com a flexibilização destas medidas e o impacto das medidas de política económica, assistiu-se a uma recuperação gradual (Gráfico I.1.1). No final do primeiro semestre, na maior parte dos setores, a atividade permanecia ainda bastante inferior ao período pré-pandemia.

**Gráfico I.1.1 • Indicador diário de atividade económica (DEI) | Taxa de variação homóloga em percentagem**

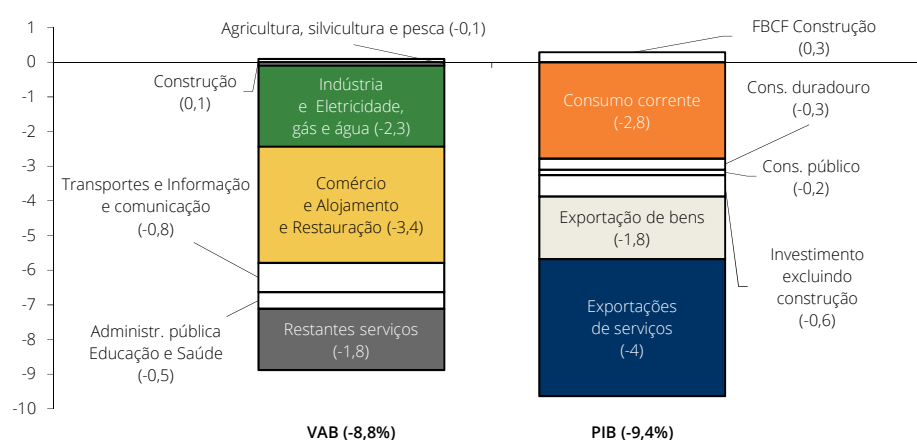


Fonte: Lourenço e Rua (2020). | Notas: O DEI está normalizado de tal forma que a sua média trimestral tenha a mesma média e desvio-padrão da taxa de variação homóloga trimestral do PIB nos últimos anos. Os dados apresentados correspondem a médias móveis semanais.

A contração foi generalizada às grandes componentes da despesa. O consumo privado registou uma redução maior do que em recessões passadas, com uma forte queda do consumo corrente não alimentar (10,2% em termos homólogos no primeiro semestre, face a uma queda de 7,9% no consumo privado total). A despesa em bens duradouros registou também uma queda muito significativa (16,1% em termos homólogos no primeiro semestre) como habitualmente acontece em períodos de incerteza e de redução do rendimento das famílias. Os constrangimentos sobre a atividade produtiva, a incerteza quanto às perspetivas de recuperação em Portugal e nos principais parceiros comerciais, assim como as perturbações nas cadeias de valor global contribuíram para uma redução do investimento de 6,4% na primeira metade do ano. Esta redução sentiu-se em grande parte no investimento em máquinas e equipamento e em material de transporte. Pelo contrário, a componente de construção manteve um assinalável dinamismo (3,5%, em termos homólogos). A redução da atividade global traduziu-se num enfraquecimento da procura

externa dirigida à economia portuguesa e consequentemente numa redução forte das exportações (21,9% em termos homólogos no primeiro semestre). As exportações de serviços registaram uma contração maior do que a dos bens, refletindo a redução drástica dos fluxos de turismo internacional. As exportações de turismo permaneceram baixas ao longo do segundo trimestre e a recuperação está muito condicionada pela evolução da pandemia. As importações registaram igualmente uma queda significativa, embora menos acentuada do que a das exportações (15,6% em termos homólogos). Tendo em conta o conteúdo importado das componentes da despesa, os maiores contributos para a queda homóloga de 9,4% do PIB no primeiro semestre foram os das exportações de serviços (4 pp) e do consumo privado corrente (2,8 pp) (Gráfico I.1.2).

**Gráfico I.1.2 • Decomposição do VAB e do PIB no primeiro semestre de 2020 | Taxa de variação homóloga em percentagem e contributos em pontos percentuais**



Fonte: INE – Contas Nacionais (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: No VAB as secções da CAE apresentadas são: A (Agricultura, silvicultura e pesca); F (Construção); B-E (Indústria e Eletricidade, gás e água); G e I (Comércio e Alojamento e restauração); H e J (Transportes e Informação e comunicação); O-Q (Administração pública, Educação e Saúde) e K-N e R-U (Restantes serviços). No PIB os contributos dos agregados da procura são líquidos de importações.

A origem comum e exógena da crise e a coordenação e similitude das respostas contribuíram para que os desenvolvimentos observados em Portugal e nas restantes economias tenham traços semelhantes. Salienta-se, do lado da despesa, a elevada queda das exportações e do consumo privado e, do lado da produção, o maior contributo dos serviços para a redução do valor acrescentado bruto (Gráfico I.1.2). Em Portugal, os setores com fortes ligações ao turismo, como o alojamento e restauração, foram os que mais contribuíram para a queda da atividade no primeiro semestre.

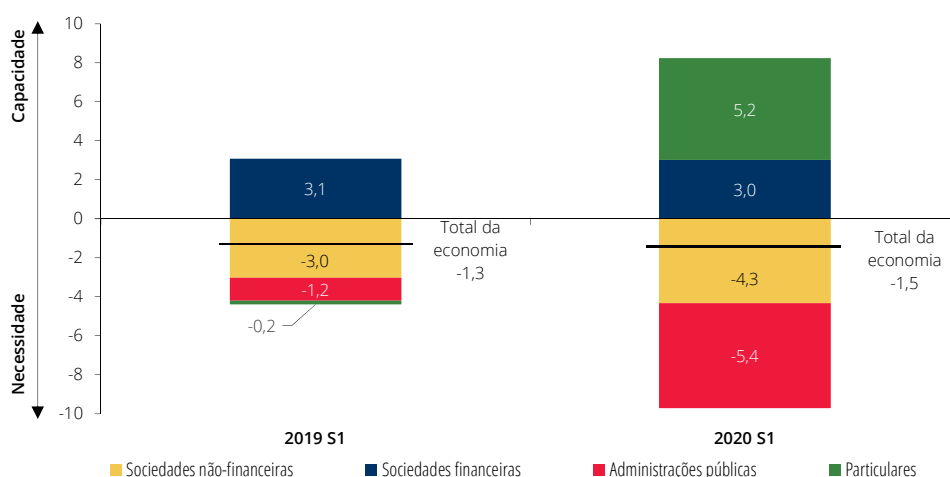
Os efeitos da crise pandémica também se sentiram no mercado de trabalho. A contração da atividade foi acompanhada por uma redução das horas trabalhadas. O efeito sobre o emprego foi atenuado pelas medidas adotadas, designadamente o regime de *layoff* simplificado e os apoios aos trabalhadores independentes. Apesar destas medidas, e pela primeira vez desde o segundo semestre de 2013, o emprego registou no primeiro semestre uma redução homóloga (de 2%). A redução do emprego foi maior no caso dos trabalhadores com vínculos temporários, com escolaridade mais baixa ou mais jovens. Pelo contrário, o emprego aumentou para trabalhadores com contratos sem termo, entre 45 e 54 anos ou na escolaridade mais elevada. Muitos dos indivíduos que perderam o emprego ou que já estavam desempregados não efetuaram diligências ativas de procura de emprego, embora tivessem disponibilidade para trabalhar, sendo classificados como inativos e não como desempregados. Assim, embora se tenha registado um

aumento significativo da subutilização dos recursos produtivos, incluindo do fator trabalho, a taxa de desemprego diminuiu de 6,7% no quarto trimestre de 2019, para 5,6% no segundo trimestre de 2020.

As alterações no cabaz de consumo das famílias, os constrangimentos à produção e a queda abrupta do preço do petróleo nos mercados internacionais, decorrente da redução da procura mundial, contribuíram para alterações significativas na evolução dos preços de vários itens do IHPC ao longo do semestre. Entre o primeiro trimestre e o segundo destaca-se a aceleração homóloga dos preços dos bens alimentares e a queda acentuada dos preços dos bens industriais energéticos. No primeiro semestre a taxa de inflação situou-se em 0,2%, o que compara com -0,1% no segundo semestre de 2019.

A balança corrente registou um maior défice em percentagem do PIB do que no período homólogo (1,6% e 2%, no primeiro semestre de 2019 e 2020, respetivamente). Esta evolução resultou de uma redução do excedente da balança de serviços determinada pela deterioração dos saldos das viagens e turismo e da rubrica de transportes.

**Gráfico I.1.3 • Decomposição da capacidade/necessidade de financiamento da economia por setor institucional | Percentagem do PIB**



Fonte: INE. | Nota: Os dados apresentados correspondem a valores semestrais não corrigidos de sazonalidade.

O acréscimo ligeiro nas necessidades de financiamento da economia no primeiro semestre, face ao período homólogo, tem subjacente um aumento da capacidade de financiamento das famílias (de 0,2% para 5,2% do PIB) e um acréscimo das necessidades de financiamento das administrações públicas (de 1,2% para 5,4% do PIB) e, em menor grau, das empresas não financeiras (de 3% para 4,3% do PIB) (Gráfico I.1.3). Esta evolução reflete alterações significativas na poupança de alguns setores institucionais e, em muito menor grau, no investimento.

No primeiro semestre, a poupança total da economia, 17,3% do PIB, manteve-se quase inalterada. Verificou-se um aumento da poupança dos particulares (para 9% do PIB, face a 3,3% no período homólogo), uma redução da poupança das sociedades não financeiras e uma poupança negativa das Administrações Públicas (-2,3% do PIB, face a 1,4% no período homólogo). Neste período o peso do investimento agregado no PIB aumentou ligeiramente (0,5 pp), uma vez que o ligeiro acréscimo do investimento das administrações públicas e das famílias mais do que compensou a ligeira redução do investimento das sociedades não financeiras.

As perspectivas económicas estão muito dependentes da evolução da pandemia. As consequências desta crise sobre o endividamento do setor público e privado, a redução do emprego e o aumento do risco de crédito colocam desafios ao crescimento da economia nos próximos anos. As decisões de consumo e investimento nos próximos semestres são determinantes para responder ao desafio de uma economia no global mais endividada. As políticas devem contribuir para que a retoma do investimento atenuem estes efeitos e promova uma correta afetação de recursos entre os setores de atividade.

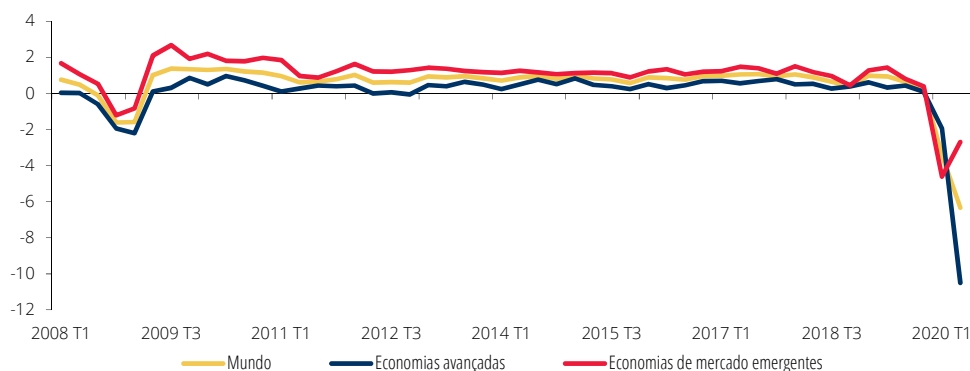
Este *Boletim Económico* é composto por três partes. A Parte I analisa o comportamento da economia no primeiro semestre de 2020. A Parte II apresenta as projeções para o conjunto do ano. A Parte III inclui análises complementares focadas na crise pandémica.

## 2 Enquadramento internacional

⋮ A pandemia de COVID-19 induziu uma contração forte e sincronizada da economia mundial no primeiro semestre de 2020

A pandemia do novo coronavírus gerou um choque económico global sem precedentes, tendo a economia mundial contraído 5,2% no primeiro semestre em termos homólogos (Gráfico I.2.1). Em contraste com crises anteriores, este foi um choque exógeno e transversal e ficou associado a níveis historicamente elevados de incerteza. Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), a contração terá atingido 90% das economias.

Gráfico I.2.1 • PIB mundial | Taxa de variação em cadeia em percentagem



Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal).

A queda na atividade económica resultou dos receios de contágio e da incerteza associados à pandemia, mas também das medidas de confinamento e de distanciamento social impostas. O gradual levantamento das medidas de confinamento após abril contribuiu para a retoma da atividade, embora se tenham mantido restrições à mobilidade e recomendações de distanciamento social.

⋮ A rápida resposta de política económica conteve o choque

Medidas de política monetária, orçamental, prudencial e de supervisão céleres, abrangentes e amplas permitiram conter o choque sobre a economia e criar as condições para a recuperação da atividade. Os diferentes pontos de partida, nomeadamente em termos de dívida pública e de acomodação monetária, contribuíram para alguma diversidade na magnitude e nas políticas entre países.

⋮ As autoridades monetárias tomaram medidas de estabilização das condições financeiras e de acomodação monetária

A política monetária acomodatória evitou disrupções nos mercados financeiros através, por exemplo, de descidas de taxas de juro, programas de compras de ativos, ampla provisão de liquidez e linhas de *swap* entre bancos centrais.

A Reserva Federal reduziu o objetivo para a taxa dos *fed funds* em 150 pontos base (pb) para o intervalo 0-0,25%, reativou a compra de dívida do Tesouro e das agências, implementou novos programas

e estabeleceu linhas de provisão de liquidez em dólares com outros bancos centrais. Os programas criados apoiaram a provisão de crédito à economia, chegando a segmentos de mercado específicos – entre os quais os de papel comercial e de empréstimos de maior risco – e apoiando o financiamento de pequenas e médias empresas e de governos locais e estaduais. Parte destes programas têm a garantia do Tesouro no âmbito do Coronavirus Aid, Relief and Economy Security act (CARES).

Na área do euro, o BCE assegurou uma orientação acomodatória da política monetária, através da manutenção de taxas de juro negativas, de um reforço das orientações quanto à manutenção do nível de taxas no futuro (*forward guidance*), de um aumento das compras de ativos e de uma ampla provisão de liquidez.

Para além do aumento do montante de compras em 120 mil milhões de euros no âmbito do já existente *asset purchase programme* (APP), o Conselho do BCE anunciou um novo programa de compra de ativos o *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). As compras no âmbito do PEPP podem ascender a 1350 mil milhões de euros e irão decorrer enquanto o Conselho considerar que dura a crise do coronavírus e pelo menos até junho de 2021, com flexibilidade ao longo do tempo e em termos das categorias de ativos e das jurisdições. Esta flexibilidade contribuiu para evitar riscos para a transmissão da política monetária e apoiar a existência de condições de financiamento favoráveis para todas as economias da área do euro.

De modo a garantir o aumento das necessidades de liquidez, o BCE implementou novas operações de cedência de liquidez – em particular as operações de refinanciamento não direcionadas de prazo alargado devido à emergência pandémica (*non-targeted pandemic emergency longer-term refinancing operations* – PELTRO) com uma taxa de juro 25 pb abaixo da taxa das operações principais de refinanciamento –, alargou o colateral elegível e aliviou as condições de financiamento nas operações de refinanciamento de longo prazo direcionadas (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO-III). O custo de financiamento pela TLTRO-III foi reduzido em 25 pb, em particular para o período entre junho de 2020 e junho 2021, podendo ir até uma taxa 50 pb abaixo da taxa da facilidade de depósito durante toda a maturidade da operação para bancos que mantenham em março de 2021 o crédito elegível ao nível do período homólogo. As condições bastante favoráveis justificaram a forte procura na TLTRO-III de junho, que atingiu 1308 mil milhões de euros, o valor mais elevado alguma vez atingido numa operação de cedência de liquidez do Eurosistema. Por fim, de modo a contribuir para a estabilidade dos mercados financeiros internacionais, o BCE estabeleceu acordos de provisão de liquidez com outros bancos centrais.

As medidas de política monetária foram eficazes na contenção dos efeitos da crise pandémica sobre os mercados financeiros e sobre os riscos de fragmentação na área do euro, sustentaram o financiamento à economia e criaram o suporte necessário à prossecução do objetivo de estabilidade de preços (Secção 2.1 da Parte III).

## As alterações macroprudenciais e de supervisão facilitaram o fluxo de crédito

Numa altura em que as necessidades de liquidez aumentaram, as autoridades de supervisão flexibilizaram o quadro regulatório para assegurar o financiamento da economia.

Os supervisores nos EUA encorajaram os bancos a usar as suas reservas adicionais de capital e liquidez para a concessão de crédito e flexibilizaram o tratamento prudencial de empréstimos. As regras do rácio de alavancagem foram também aliviadas.

A supervisão bancária do BCE flexibilizou o cumprimento de rácios regulatórios, nomeadamente os requisitos de Pilar 2, o rácio de conservação de capital e o rácio de cobertura de liquidez. O BCE também flexibilizou temporariamente o tratamento prudencial e contabilístico das exposições de crédito decorrentes da implementação de moratórias. O Conselho Europeu adotou

ainda alterações à regulação de requisitos de capital, introduzindo maior flexibilidade na aplicação das regras prudenciais e contabilísticas.

## As medidas de política orçamental apoiaram a continuidade dos negócios e o rendimento das famílias

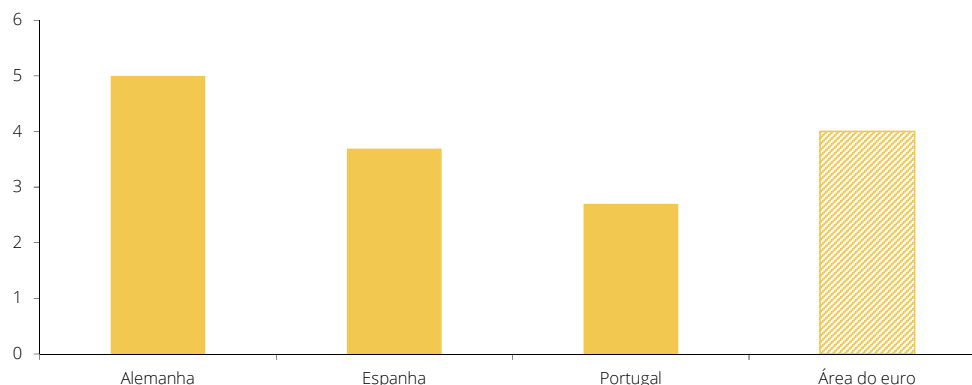
A generalidade dos governos reagiu de modo imediato e contundente no apoio aos sistemas de saúde, às empresas e às famílias. Em particular, procuraram assegurar a continuidade dos negócios perante as dificuldades de liquidez e mitigar as perdas de rendimento das famílias.

Nos EUA, o programa de política orçamental mais relevante foi o CARES, que representou cerca de 11% do PIB em reduções fiscais, subsídios de desemprego, proteção social, saúde, apoio a governos locais e estaduais, assistência internacional, empréstimos e garantias para pequenos negócios e garantias às facilidades da Reserva Federal. O governo norte-americano aprovou dois atos legislativos adicionais no montante de cerca de 3,5% do PIB destinados sobretudo a apoiar os pequenos negócios, a manutenção do emprego, a assistência na saúde e a luta contra o novo coronavírus.

Na UE, o Conselho Europeu aprovou em julho o fundo de recuperação Next Generation EU (NGEU) no montante de 750 mil milhões de euros (cerca de 5% do PIB da UE). O montante será dividido entre empréstimos (360 mil milhões de euros) e fundos não reembolsáveis (390 mil milhões de euros) e será distribuído a partir de 2021 pelos Estados-Membros. Estes recursos serão obtidos através de dívida a emitir pela Comissão Europeia. Adicionalmente, o Conselho Europeu aprovou por iniciativa dos Ministros das Finanças do Eurogrupo um pacote de 540 mil milhões de euros (cerca de 4% do PIB da UE) para providenciar apoio a despesas de saúde, garantias de empréstimos concedidos através do Banco Europeu de Investimento, com foco nas PME, e empréstimos temporários com o apoio dos Estados Membros para atenuar riscos de desemprego (*SURE*).

Os governos dos países europeus adotaram medidas de apoio à economia ainda antes da ação concertada europeia, tendo expandido estas medidas mais recentemente. A dimensão e composição dos pacotes orçamentais difere de país para país (Gráfico I.2.2). Em média, as medidas discricionárias dos países da área do euro atingiram cerca de 4% do PIB. A dimensão destes pacotes é ligeiramente menor em alguns países com menor margem orçamental. Os Estados ativaram ainda medidas contingentes. Os montantes potenciais destes programas também variam bastante entre países, desde cerca de 8% do PIB em Espanha a 30% em Itália.

**Gráfico I.2.2 • Dimensão dos programas de estímulo orçamental em resposta à pandemia**  
| Percentagem do PIB



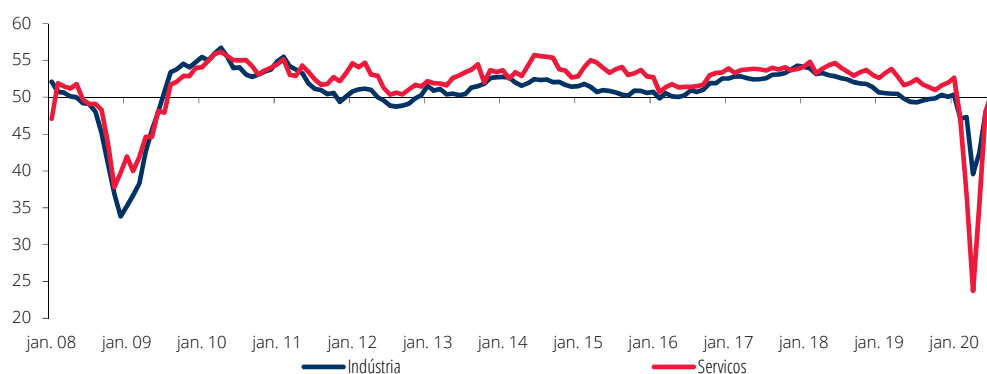
Fontes: Bundesbank, European Fiscal Board, Eurostat, FMI, GEP/MTSS e DGO/MF (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Medidas discricionárias excluindo medidas contingentes. Média das medidas dos governos individuais para a área do euro.



## Apesar de síncrono, o choque pandémico afetou de forma diferenciada economias e setores de atividade

As medidas de contenção e o seu impacto na atividade não foram iguais em todas as economias. O impacto variou com a estrutura produtiva, o grau de abertura ao exterior, a integração nas cadeias de valor global e as medidas de apoio à economia. Em termos setoriais, o distanciamento social e a redução da mobilidade afetaram sobretudo os serviços (Gráfico I.2.3). Esta situação contrasta com crises anteriores em que os serviços foram um setor menos afetado.

Gráfico I.2.3 • Purchasing Managers' Index global | Índice



Fonte: IHS Markit. | Notas: Um índice abaixo de 50 sugere uma contração da atividade.

## Forte contração do consumo privado

As medidas de contenção do vírus, a deterioração da situação no mercado de trabalho e o aumento da incerteza tiveram um efeito nas componentes da despesa diferente de recessões passadas. O consumo caiu mais do que o habitual e a poupança das famílias aumentou, refletindo o efeito do confinamento e motivos de precaução num ambiente de incerteza e pessimismo dos consumidores. O investimento retraiu-se perante as quebras na atividade e a elevada incerteza. A pandemia e as medidas de contenção implicaram também um choque negativo sobre a oferta, ampliado pela organização da produção em cadeias de valor globais.

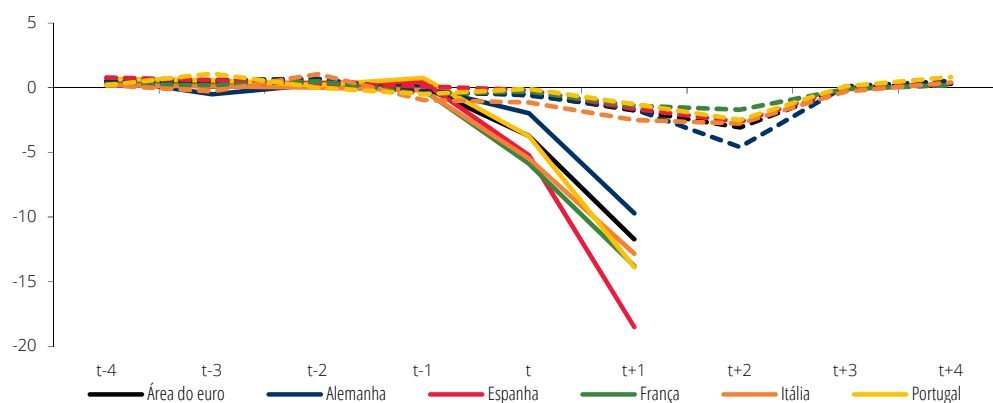
Como a pandemia se iniciou na China, o PIB chinês registou no primeiro trimestre uma queda em cadeia de 10%. Mas logo no segundo trimestre aumentou 11,5%, apesar da redução do consumo e da recuperação das exportações.

Nos EUA, o PIB contraiu 4,4% no primeiro semestre em termos homólogos (taxas de variação em cadeia de -1,3% e -9,1% no primeiro e segundo trimestres, respetivamente), com uma queda em todas as componentes da despesa à exceção do consumo público. Em contraste com as recessões anteriores, o consumo privado teve um maior contributo para a redução do PIB do que o investimento.

Na área do euro, o PIB caiu 9% no primeiro semestre em termos homólogos (taxas de variação em cadeia de -3,7% e -11,8% no primeiro e segundo trimestres, respetivamente), uma queda sem precedentes e superior à registada na crise financeira global (Gráfico I.2.4). À semelhança de outras economias, o consumo privado caiu mais do que em recessões passadas e foi o principal responsável pela redução do PIB (no primeiro semestre, taxa de variação homóloga de -9,9%

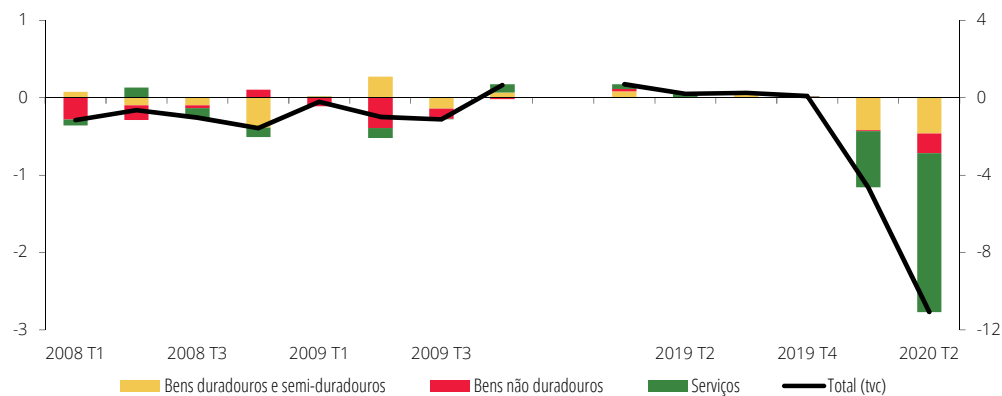
e contributo de -5,3 pp para a taxa de variação do PIB). O consumo de bens duradouros registou uma queda significativa (Gráfico I.2.5). Contudo, a característica mais marcante foi a recomposição do consumo em detrimento dos serviços. Em resultado das medidas de apoio ao emprego, o rendimento disponível permaneceu relativamente estável, o que em conjunto com as decisões de consumo levou a uma subida na taxa de poupança para 17% no primeiro trimestre (face a uma taxa estável em torno de 13% desde 1999).

**Gráfico I.2.4 • Crescimento do PIB na área no euro – comparação com a crise financeira global | Taxa de variação em cadeia em percentagem**



Fonte: Eurostat. | Notas: Linha a cheio – crise pandémica. Linha a tracejado – crise financeira global. “t” refere-se ao trimestre em que o choque ocorre: 2008 T3 para a crise financeira global e 2020 T1 para a crise pandémica.

**Gráfico I.2.5 • Consumo privado na área do euro | Taxa de variação em cadeia em percentagem e contributos em pontos percentuais**



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: 2008 T1-2009 T4 reporta à escala da esquerda, enquanto que 2019 T1-2020 T2 reporta à escala da direita.

Apesar do menor contributo para a redução do PIB, a queda no investimento foi superior à do consumo privado (10,3% em termos homólogos no primeiro semestre), refletindo reduções na FBCF (19,5% em máquinas e equipamento e 8,2% em construção).

A atividade económica no primeiro semestre contraiu em todos os países da área do euro. Na Alemanha, a contração do PIB foi mais moderada do que na área do euro (6,7% em termos homólogos). Em Espanha, França e Itália a contração foi mais acentuada (13,1%, 12,3% e 11,7%

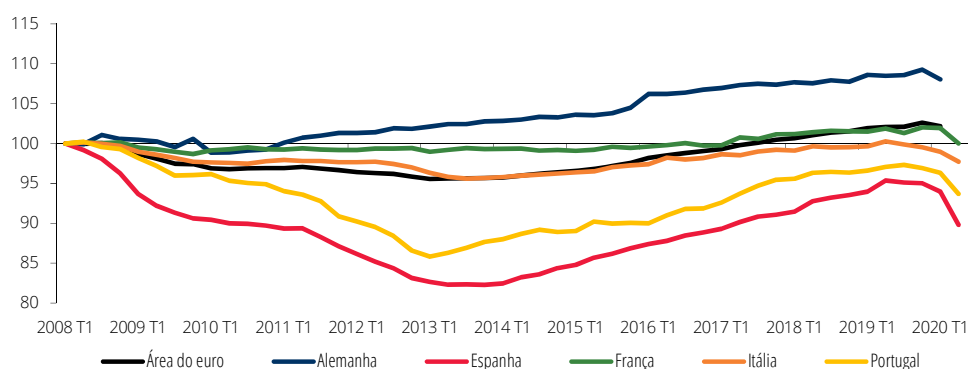
em termos homólogos), refletindo a severidade local da pandemia e a maior dependência de atividades caracterizadas pela mobilidade e interação social, como as associadas ao turismo. Em todos os países, o consumo privado foi o principal responsável pela queda do produto.

## As medidas de política contiveram o efeito da crise no mercado de trabalho

As medidas de contenção levaram a uma forte redução nas horas de trabalho efetivo. Segundo a Organização Internacional do Trabalho, a queda em cadeia estimada nas horas trabalhadas no mundo foi de 5,4% no primeiro trimestre e de 14% no segundo trimestre. De modo a conter os efeitos que esta situação poderia ter sobre o emprego, os governos adotaram medidas de apoio ao mercado de trabalho. Os EUA optaram por manter a flexibilidade do emprego e reforçaram a rede de proteção social no desemprego. Os países europeus optaram sobretudo por implementar esquemas de trabalho efetivo parcial (por exemplo, o *layoff* simplificado em Portugal) e por manter o papel dos estabilizadores automáticos. Em consequência, o emprego caiu mais nos EUA do que na Europa. Em contrapartida, a evolução das horas trabalhadas foi semelhante nas duas regiões e replicou a evolução do emprego nos EUA.

Apesar da resiliência do emprego na área do euro, o impacto foi diferenciado entre os países, dependendo da percentagem de emprego em atividades sujeitas a encerramento forçado e das características estruturais dos mercados de trabalho, entre as quais se destaca a importância do emprego temporário (Gráfico I.2.6).

Gráfico I.2.6 • Emprego na área do euro | Índice 2008 T1=100

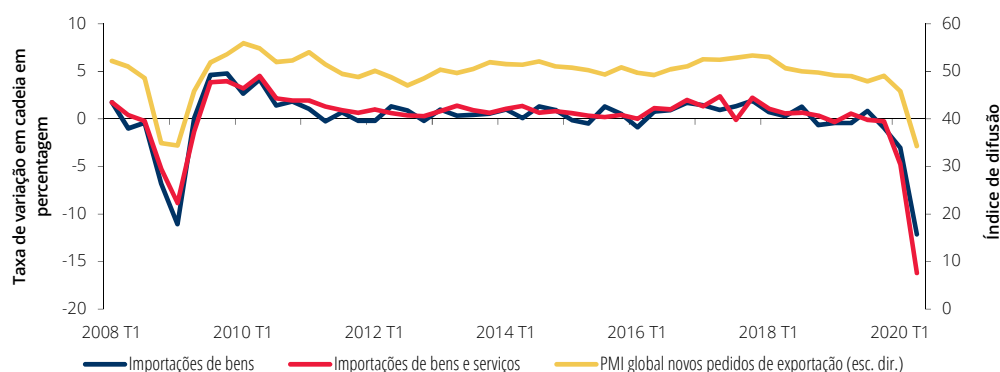


Fonte: Eurostat.

## A crise pandémica levou à maior queda do comércio mundial

O comércio mundial colapsou na primeira metade de 2020, com uma queda superior à registada durante a crise financeira global de 2008-2009 (Gráfico I.2.7). As importações mundiais de bens e serviços caíram 12,5% no primeiro semestre face ao período homólogo. A evolução do comércio mundial acompanhou a redução da atividade económica, sendo ampliada pelas perturbações nas cadeias de valor global. A queda no comércio foi também mais pronunciada no setor dos serviços do que no dos bens, ao contrário do que se observou em crises anteriores.

### Gráfico I.2.7 • Comércio mundial



Fontes: BCE, CPB e IHS Markit.

### ∴ A procura externa dirigida a Portugal caiu 15,1%

A queda abrupta e sincronizada da economia mundial implicou uma queda de 15,1% da procura externa dirigida a Portugal em termos homólogos durante o primeiro semestre (Quadro I.2.1). As limitações à mobilidade afetaram especialmente os setores associados ao turismo. O contributo do Reino Unido para a queda da procura externa dirigida a Portugal foi substancial dado o seu peso nas exportações portuguesas – em particular, no turismo – e a redução de quase um quarto das suas importações de bens e serviços.

### Quadro I.2.1 • Procura externa de bens e serviços dirigida a Portugal

	Pesos <sup>(b)</sup>	Taxa de variação anual					Taxas de variação homóloga		
		2015	2016	2017	2018	2019	2019		2020
							S1	S2	
Procura externa (BCE) <sup>(a)</sup>	100	4,0	2,9	5,0	3,4	1,6	2,0	1,2	-15,1
Procura externa intra-área do euro	57,1	6,0	3,2	5,7	2,8	1,9	1,9	2,0	-15,8
Importações:									
Espanha	19,7	5,1	2,6	6,6	3,3	1,2	0,1	2,4	-19,4
Alemanha	10,8	5,4	4,4	5,8	3,8	2,6	4,1	1,1	-9,7
França	12,6	5,7	3,0	4,7	3,1	2,6	2,9	2,2	-13,7
Itália	3,2	6,3	4,1	6,5	2,8	-0,2	0,6	-1,0	-16,5
Procura externa extra-área do euro	42,9	0,9	2,4	3,7	4,3	1,1	2,2	0,0	-14,0
Importações:	0,0								
Reino Unido	9,4	5,4	4,4	3,5	2,0	4,6	7,9	1,4	-23,0
Estados Unidos	0,4	5,2	1,7	4,7	4,1	1,1	2,6	-0,4	-13,7
Brasil	0,7	-14,0	-10,4	7,2	7,4	1,1	3,2	-0,9	-14,1
China	0,3	-1,4	4,1	6,9	5,8	-1,2	-2,4	0,0	-12,5
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		2,8	2,3	5,7	3,8	0,9	-	-	-
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		1,7	1,5	5,3	3,8	-0,4	0,1	-0,9	-8,8

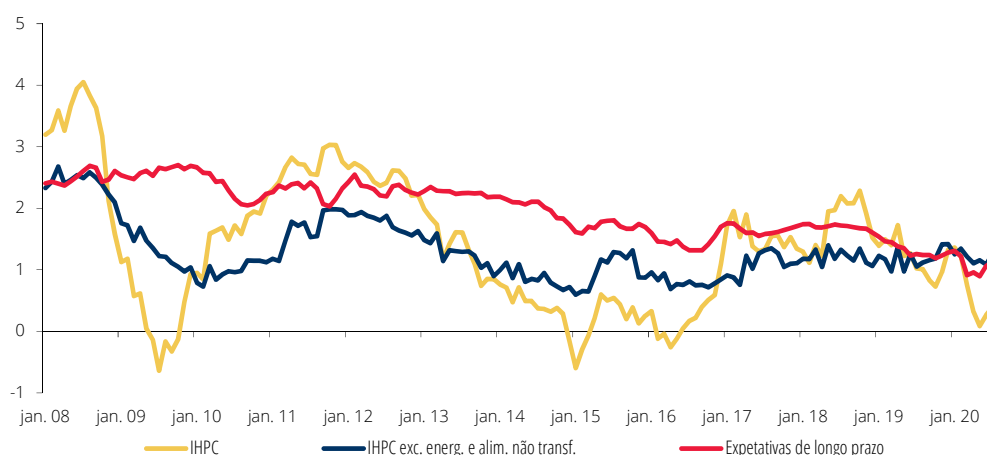
Fontes: BCE, CPB, FMI e Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Calculada pelo BCE como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país/região é ponderado de acordo com o seu peso nas exportações de Portugal. (b) Pesos no total de exportações de bens em Portugal, média do período 2016-18.

## · A inflação na área do euro diminuiu e as expectativas permaneceram abaixo do objetivo do BCE

O choque pandémico tem efeitos de sentidos opostos sobre a inflação. Do lado da oferta, as restrições à atividade, as interrupções nas cadeias de valor global e a consideração de novos custos associados aos cuidados sanitários devem implicar uma subida de preços. Por sua vez, o choque do lado da procura provoca uma queda nos preços. A evidência até ao momento sugere a predominância de um efeito em baixa sobre os preços.

Na área do euro a taxa de inflação desceu para 0,7% no primeiro semestre de 2020 (1% no segundo semestre de 2019), num contexto de dificuldades na recolha da informação necessária ao seu cálculo (Gráfico I.2.8). A diminuição na inflação deveu-se em grande medida à redução nos preços dos bens energéticos. A queda abrupta da atividade económica e do comércio mundial em março e abril traduziram-se num excesso de oferta de petróleo e numa redução do preço para cerca de 20 dólares por barril, relativamente aos 60 dólares do início do ano. O preço recuperou posteriormente, situando-se em meados do ano em torno de 40 dólares.

**Gráfico I.2.8 • Inflação na área do euro | Taxa de variação homóloga em percentagem**



Fontes: Eurostat e Refinitiv. | Nota: Expectativas de longo prazo – Taxas de inflação a 5 anos daqui a 5 anos implícitas nos *swaps* de inflação.

As expectativas de inflação mantiveram-se baixas durante o primeiro semestre de 2020. A inflação esperada no longo prazo implícita em instrumentos de mercado reduziu-se entre março e maio (uma redução de 32 pb na inflação média a 5 anos esperada daqui a 5 anos), em linha com a inflação observada, recuperando posteriormente embora ainda abaixo dos níveis do início do ano.

## · Os mercados financeiros estabilizaram após um período de volatilidade

A partir do final de fevereiro, com o início da disseminação global do vírus e perante a incerteza associada, e um forte aumento da aversão ao risco dos investidores, as condições financeiras globais deterioraram-se significativamente nas economias desenvolvidas (Gráfico I.2.9). A rápida resposta de política económica terá contribuído para a contenção das tensões nos mercados financeiros a partir do final de março. A meio do ano os indicadores de volatilidade já se encontravam

em valores próximos dos observados no início do ano. Os preços nos mercados acionistas apresentaram quedas pronunciadas, tendo recuperado posteriormente para níveis próximos dos do início do ano em várias economias. As taxas de rendibilidade da dívida pública desceram substancialmente, em especial nas economias com maior margem face ao limiar de zero, como os EUA. As taxas de juro das maiores economias avançadas encontram-se atualmente próximas de 0%. A redução nas taxas de juro nominais ocorreu paralelamente a uma redução nas taxas de juro reais, em linha com o aumento da poupança, a redução nas oportunidades de investimento e a revisão em baixa das perspetivas de crescimento. Os mercados cambiais refletiram o efeito da pandemia sobre o sentimento de risco global. Apesar da depreciação ocorrida no pico da crise pandémica, o euro apreciou-se em termos nominais efetivos no primeiro semestre face ao final de 2019.

**Gráfico I.2.9 • Índices de condições financeiras | Índice**



Fonte: Goldman Sachs. | Notas: Os Índices de Condições Financeiras (ICF) consistem em médias ponderadas de taxas de juro de curto e longo prazo, diferenciais de taxas de juro de dívida privada, preços de ações e taxas de câmbio, em que os ponderadores procuram captar o efeito das variáveis financeiras sobre o crescimento do PIB no curto prazo. Uma subida representa um aperto das condições financeiras.

### 3 Condições monetárias e financeiras

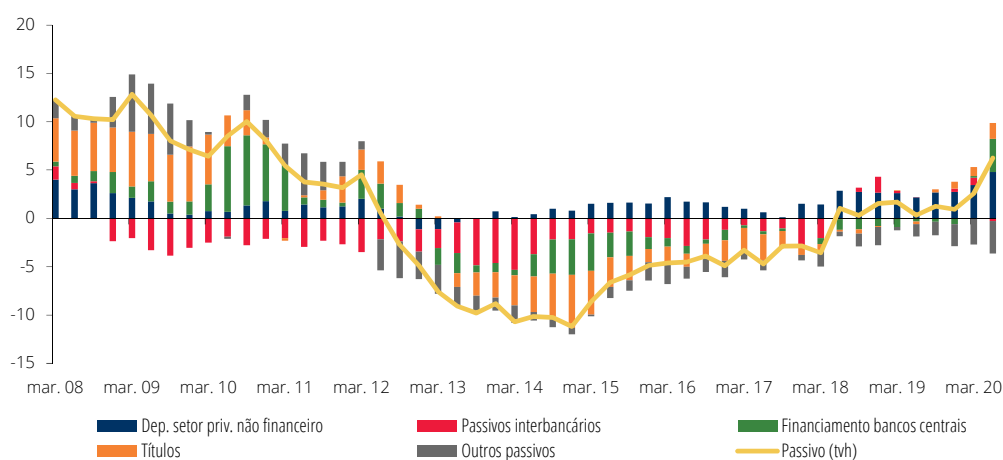
O choque decorrente da pandemia de COVID-19 implicou uma deterioração da situação financeira das famílias e empresas. Os efeitos imediatos traduziram-se num aumento das necessidades de liquidez. Para mitigar este aumento, o BCE e outros bancos centrais adotaram várias medidas de política monetária e regulatórias que garantiram uma ampla liquidez à economia, contribuindo para a estabilidade dos mercados financeiros e para preservar a transmissão da política monetária. Os governos complementaram estas políticas com várias medidas onde se destacam os regimes de *layoff*, as moratórias de crédito e as linhas de crédito com garantia pública. Em Portugal, estas medidas contribuíram para que, apesar do aumento do risco de crédito, as condições de financiamento do setor privado não financeiro tivessem permanecido favoráveis, em particular dada a magnitude do choque decorrente da pandemia.

#### As condições de financiamento dos bancos permaneceram favoráveis

Durante o segundo trimestre de 2020, as condições de financiamento dos bancos portugueses permaneceram favoráveis, refletindo em grande medida a orientação acomodatória da política monetária do BCE. O passivo dos bancos residentes, que engloba depósitos, títulos de dívida e outros passivos, aumentou de forma expressiva, atingindo em junho uma taxa de variação homóloga de 6,2%, que não era registada desde a crise de dívida soberana na área do euro (Gráfico I.3.1).

Ao contrário do que ocorreu na anterior crise, o principal contributo para o crescimento do passivo dos bancos teve origem nos depósitos do setor privado não financeiro, complementado por um forte contributo do financiamento junto de bancos centrais (Gráfico I.3.1). Enquanto o primeiro refletiu uma alteração do comportamento dos depositantes, o segundo refletiu a reação dos bancos às medidas adotadas pelo Eurosistema, num contexto de aumento da procura de crédito.

**Gráfico I.3.1 • Contributos para a taxa de variação homóloga do passivo dos bancos residentes**  
| Percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.

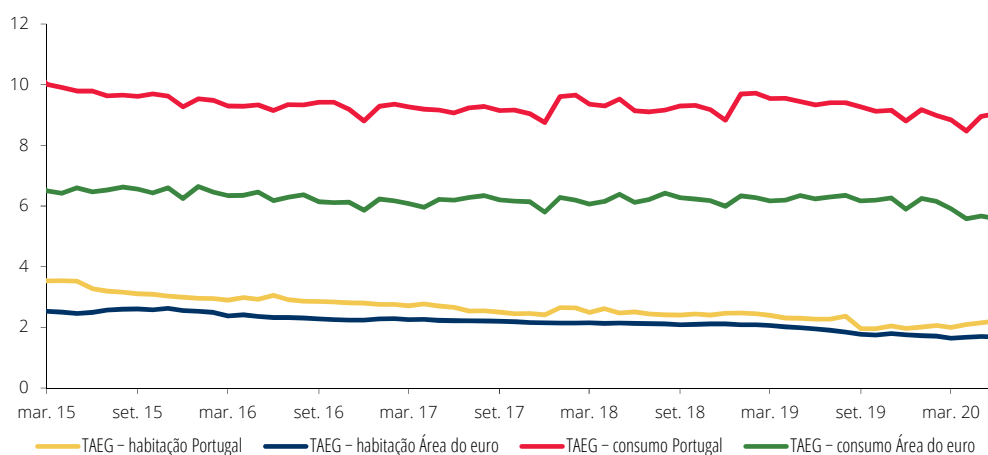
Os depósitos dos particulares e das empresas aceleraram nos meses mais marcados pela pandemia (taxas de variação homóloga de 6% em junho, no caso dos particulares, face a 3,7% em dezembro de 2019, e de 18,1%, no caso das empresas, face a 9,6% em dezembro). A aceleração dos depósitos dos particulares, apesar de taxas de juro que atingiram um novo mínimo histórico, é consistente com um aumento significativo da poupança das famílias e com a elevada incerteza e o aumento da aversão ao risco. Uma parte deste aumento dos depósitos será temporária, resultado de uma poupança “forçada” pelas medidas de confinamento e de distanciamento social. No caso das empresas, uma parte do aumento dos depósitos resultará dos empréstimos contratados neste período.

Segundo o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito* na área do euro (*Bank Lending Survey* – BLS), os bancos portugueses enfrentaram, no primeiro trimestre, uma ligeira deterioração das condições de acesso ao mercado de financiamento por grosso e na capacidade de titularização de empréstimos e, no segundo trimestre, uma estabilização destas condições. Esta evolução insere-se num quadro de agravamento das condições financeiras na área do euro durante o primeiro trimestre, o qual foi em grande parte revertido com o anúncio de medidas de política monetária do BCE em meados de março (Secção 2.1 da Parte III). No segundo trimestre, os bancos reportaram também uma melhoria no acesso a financiamento de retalho de curto prazo, em linha com o aumento verificado nos depósitos do setor privado não financeiro.

## As taxas de juro de novos empréstimos a particulares permaneceram baixas

Entre março e junho de 2020, as taxas de juro dos empréstimos à habitação e ao consumo em Portugal permaneceram baixas (Gráfico I.3.2). Em junho, a taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) média dos novos empréstimos a particulares situou-se em 2,2% no caso da habitação e em 9,1% no caso do consumo (respetivamente, 2% e 8,8% em dezembro de 2019). Na área do euro, estas taxas reduziram-se no mesmo período de 1,8% para 1,7%, no crédito à habitação, e de 5,9% para 5,6%, no crédito ao consumo.

**Gráfico I.3.2 • TAEG dos novos empréstimos a particulares para habitação e consumo**  
| Percentagem



Fonte: BCE e Banco de Portugal. | Nota: A TAEG corresponde à taxa anual de encargos efetiva global. Esta taxa representa o custo total do crédito para o consumidor, incluindo os juros e outros encargos que o consumidor tem de pagar pelo crédito.



Contudo, no BLS de julho de 2020, os bancos portugueses reportaram um agravamento dos critérios de concessão de crédito a particulares no segundo trimestre (Gráfico I.3.3). Segundo o inquérito, os bancos rejeitaram uma maior proporção dos pedidos de empréstimo no segundo trimestre do que no primeiro e tornaram-se mais exigentes no rácio entre o valor do empréstimo e o valor da garantia (*loan-to-value*) em empréstimos para aquisição de habitação. Estas alterações resultaram de um aumento dos riscos associados à situação e perspectivas económicas, de uma deterioração da qualidade creditícia dos mutuários e de uma redução da tolerância ao risco. Esta maior restritividade, em simultâneo com a redução da procura, ter-se-á refletido no volume de empréstimos (Gráfico I.3.3 e Gráfico I.3.4).

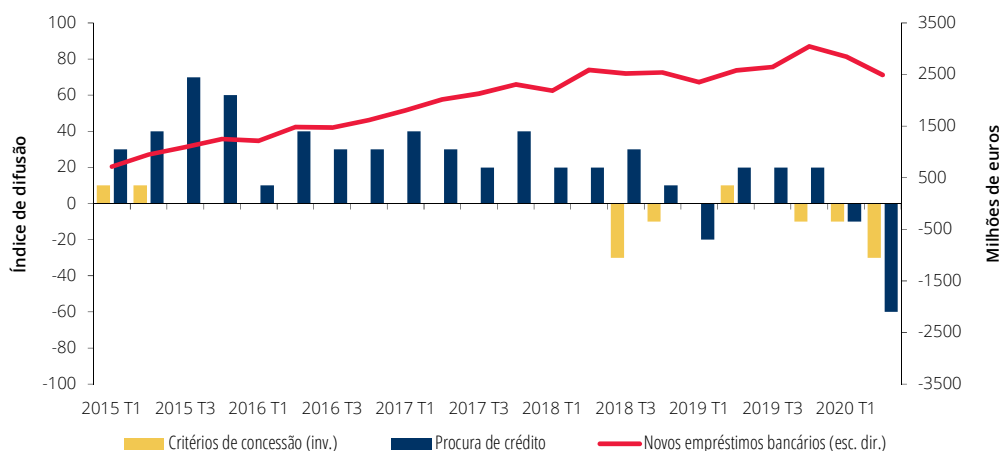
Com o objetivo de assegurar liquidez às famílias no curto prazo, o Banco de Portugal introduziu um ajustamento temporário à Recomendação Macropprudencial emitida em 2018, que permite aos bancos ultrapassarem os limites anteriormente recomendados para o rácio de serviço da dívida (*debt-service-to-income* – DSTI) na concessão de crédito pessoal com maturidade até dois anos, desde que se destine a mitigar situações de insuficiência temporária de liquidez das famílias.

### Desde o início da pandemia, a concessão de novo crédito à habitação e ao consumo diminuiu

De acordo com o BLS, desde o início da pandemia ocorreu uma forte redução da procura de crédito, motivada pela menor confiança dos consumidores, pela deterioração das perspectivas para o mercado imobiliário, pela redução das despesas de consumo em bens duradouros e ainda devido às limitações à circulação e ao comércio decorrentes da pandemia.

O montante de novos empréstimos à habitação diminuiu 6,5% no primeiro trimestre e 12,5% no segundo, face aos trimestres anteriores, interrompendo a tendência de crescimento observada no passado recente (Gráfico I.3.3). No segundo trimestre, a queda no valor dos novos empréstimos ocorreu num contexto de uma redução ainda mais acentuada no valor das transações de imóveis (a taxa de variação em cadeia do valor das transações foi de -2,5% no primeiro trimestre e de -23,8% no segundo) e de uma desaceleração dos preços (a taxa de variação homóloga do índice de preços da habitação reduziu-se de 10,3%, no primeiro trimestre, para 7,8%, no segundo).

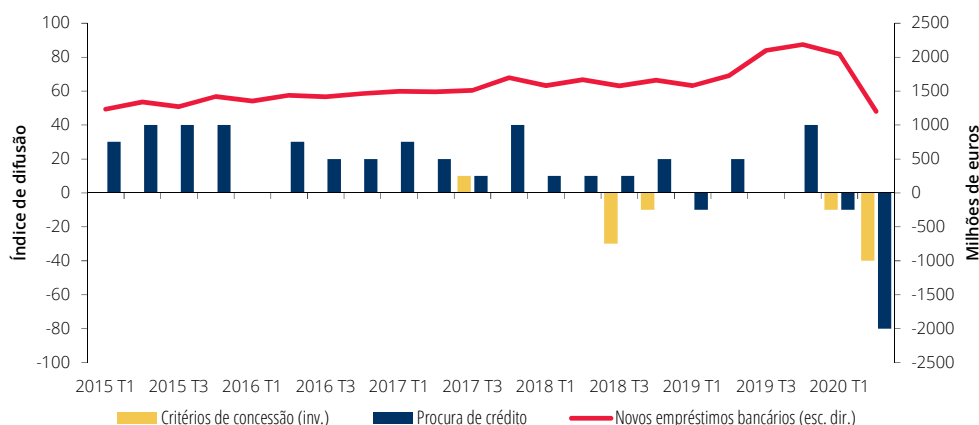
**Gráfico I.3.3 • Novos empréstimos e procura e oferta de crédito por bancos residentes a particulares para habitação**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O índice de difusão assume valores entre -100 e 100, correspondendo o valor zero à situação "sem alterações". Valores do índice superiores (inferiores) a zero indicam critérios de concessão menos (mais) restritivos e representam um aumento (redução) da procura de crédito.

O novo crédito ao consumo e outros fins diminuiu de forma mais significativa do que o crédito à habitação, registando taxas de variação em cadeia de -6,3% no primeiro trimestre e de -41,4% no segundo (Gráfico I.3.4). Esta redução ocorreu tanto no crédito automóvel, como no crédito pessoal. No segundo trimestre, a diminuição dos novos empréstimos ao consumo foi mais acentuada do que a redução do consumo privado excluindo bens alimentares (o rácio entre o novo crédito, excluindo cartões, e consumo privado, excluindo bens alimentares, diminuiu 2,1 pp, para 3,4%, o que compara com 5,6%, em média, em 2019).

**Gráfico I.3.4 • Novos empréstimos e procura e oferta de crédito por bancos residentes a particulares para consumo e outros fins**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O índice de difusão assume valores entre -100 e 100, correspondendo o valor zero à situação “sem alterações”. Valores do índice superiores (inferiores) a zero indicam critérios de concessão menos (mais) restritivos e representam um aumento (redução) da procura de crédito.

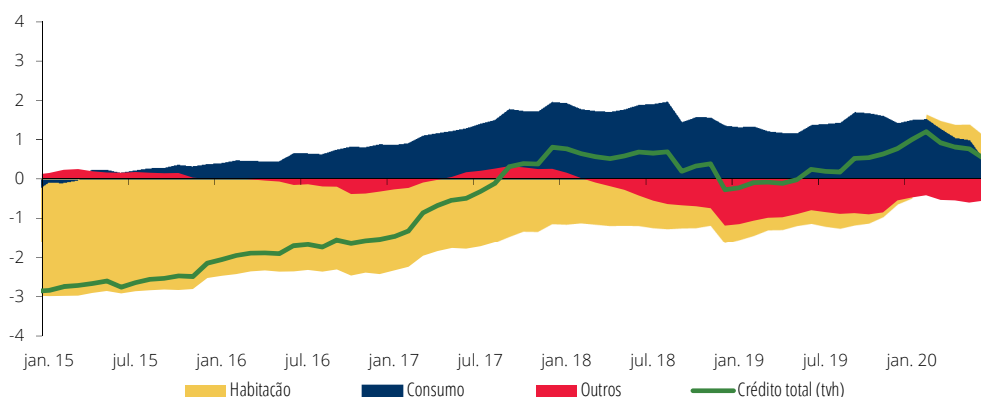
## ∴ Dívida dos particulares estável

A taxa de variação anual do crédito total aos particulares diminuiu ao longo do primeiro semestre, mas permaneceu positiva (0,5% em junho) (Gráfico I.3.5). O ligeiro aumento do crédito ficou a dever-se ao crescimento dos novos empréstimos até março de 2020 e à diminuição dos reembolsos no segundo trimestre. Para a diminuição dos reembolsos contribuíram as moratórias de crédito, que permitem o diferimento do pagamento de capital e juros por parte das famílias mais afetadas pela pandemia. No final do primeiro semestre, 15,7% do crédito a particulares estava abrangido por uma moratória. O recurso a esta medida foi mais comum no caso dos jovens e dos trabalhadores por conta própria, grupos com propensão a situações laborais menos estáveis (Secção 2.5 da Parte III).

Desde fevereiro de 2020, o crédito à habitação tem tido um contributo positivo para a taxa de variação anual do crédito total, o que não acontecia desde junho de 2011. Este contributo aumentou nos meses marcados pela pandemia. Pelo contrário, o crédito ao consumo sofreu uma forte desaceleração no segundo trimestre, apesar de continuar a contribuir positivamente para o crédito total. A taxa de variação anual deste segmento foi de 3,2% em junho, o valor mais baixo desde novembro de 2015. Para esta situação terá contribuído a forte redução do novo crédito ao consumo após a eclosão da pandemia, assim como o facto de o recurso às moratórias ter sido menor no crédito ao consumo do que no crédito à habitação.

Na área do euro, a taxa de variação anual dos empréstimos bancários à habitação apresentou uma evolução semelhante à portuguesa, com um ligeiro aumento face a dezembro de 2019. Por sua vez, no crédito ao consumo a desaceleração foi ainda mais abrupta do que em Portugal.

**Gráfico I.3.5 • Contributos para a taxa de variação anual do crédito total a particulares por finalidade | Percentagem e pontos percentuais**



Fonte: Banco de Portugal.

## Financiamento das empresas apoiado pelas linhas de crédito com garantia pública

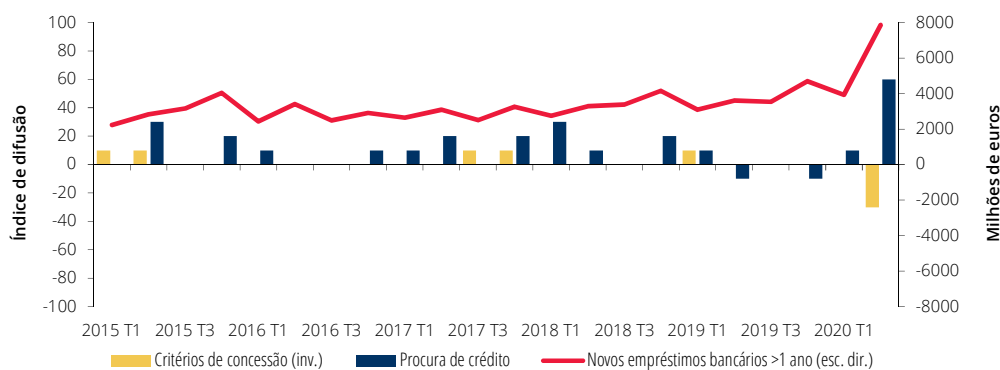
A redução de vendas decorrente da pandemia causou uma deterioração da liquidez de uma grande parte das empresas portuguesas. Paralelamente, a procura de empréstimos das empresas aumentou no segundo trimestre do ano (Gráfico I.3.6), devido sobretudo a necessidades de financiamento de existências e de fundo de maneo. Este aumento da procura foi direcionado para as linhas de crédito com garantia pública, substituindo a procura por empréstimos não abrangidos por esta medida de apoio, que diminuiu.

A maior exigência nas condições de oferta de crédito (Gráfico I.3.6) decorrente das perspetivas de risco foi compensada pelas medidas de política adotadas. A cedência de liquidez do BCE, com incentivos explícitos à concessão de crédito, e a criação de linhas de crédito com garantia pública facilitaram o financiamento às empresas. Deste modo, os novos empréstimos de maturidade superior a um ano aumentaram 27% no segundo trimestre face ao trimestre anterior, sendo cerca de 60% destes empréstimos garantidos pelo Estado (cerca de metade quando se consideram também os prazos mais curtos). Na área do euro, observou-se igualmente um fluxo historicamente elevado de crédito às empresas não financeiras. De acordo com o BLS, as garantias de crédito por parte dos Estados terão sido um fator determinante para esta evolução.

As linhas de crédito com garantia pública permitiram condições nos novos empréstimos mais favoráveis do que as prevalentes no mercado, nomeadamente taxas de juro mais baixas e maturidades mais longas. Com base em cálculos efetuados com os microdados da Central de Responsabilidades de Crédito, a taxa de juro mediana dos empréstimos concedidos entre março e junho com garantia pública foi de 1,3%, face a 1,6% nos empréstimos sem garantia, o que compara com 1,7% no último trimestre de 2019. Os empréstimos garantidos contribuíram assim para acentuar a tendência de redução das taxas de juro às empresas, as quais segundo os dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras se reduziram, em média, de 2,1% em dezembro de 2019, para 1,7% em junho de 2020

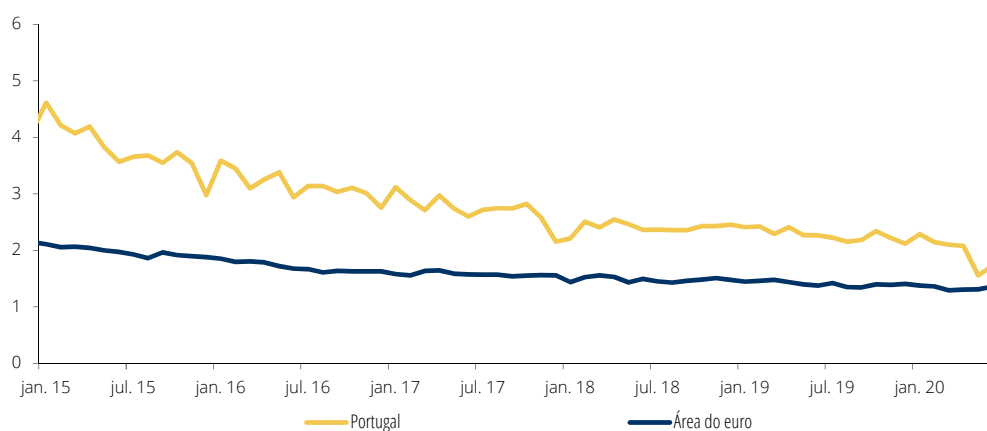
(Gráfico I.3.7). Na área do euro, a taxa de juro média dos novos empréstimos manteve-se estável durante o semestre em 1,4%.

**Gráfico I.3.6 • Novos empréstimos de maturidade superior a 1 ano e procura e oferta de crédito por bancos residentes a empresas não financeiras**



Fonte: Banco de Portugal. | Nota: O índice de difusão assume valores entre -100 e 100, correspondendo o valor zero à situação "sem alterações". Valores do índice superiores (inferiores) a zero indicam critérios de concessão menos (mais) restritivos e representam um aumento (redução) da procura de crédito.

**Gráfico I.3.7 • Taxas de juro (TAA) em novos empréstimos a empresas não financeiras | Percentagem**



Fonte: BCE. | Nota: A TAA corresponde à taxa acordada anualizada.

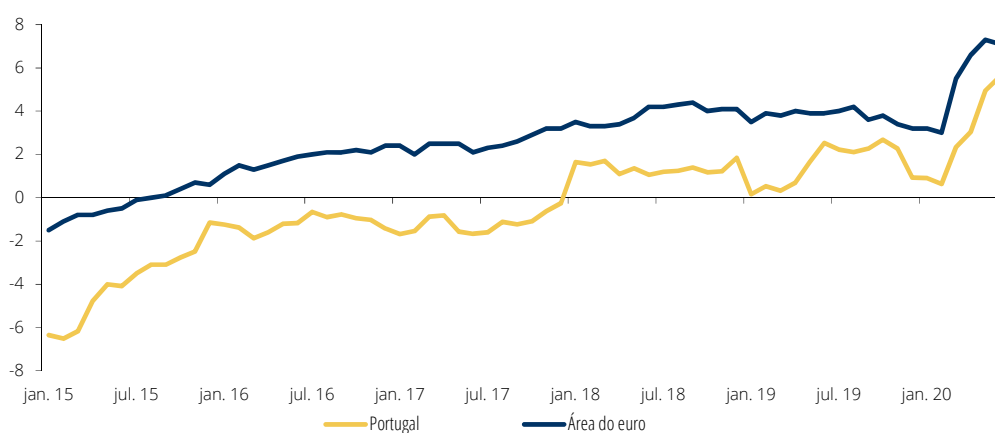
## Os bancos assumiram um papel primordial no financiamento às empresas

A taxa de variação anual dos empréstimos bancários a empresas não financeiras situou-se em 5,6% em junho de 2020, o que representa um aumento de 4,7 pp face a dezembro de 2019 (Gráfico I.3.8). Esta aceleração foi igualmente visível na área do euro.

O aumento do financiamento por parte das instituições financeiras residentes refletiu principalmente o contributo positivo do crédito concedido a empresas nos dois quartis de menor risco, em linha com o observado nos últimos anos (Gráfico I.3.9). Quando se analisa a estrutura por perfis de risco dos novos empréstimos concedidos desde o início da pandemia, conclui-se que, nos empréstimos

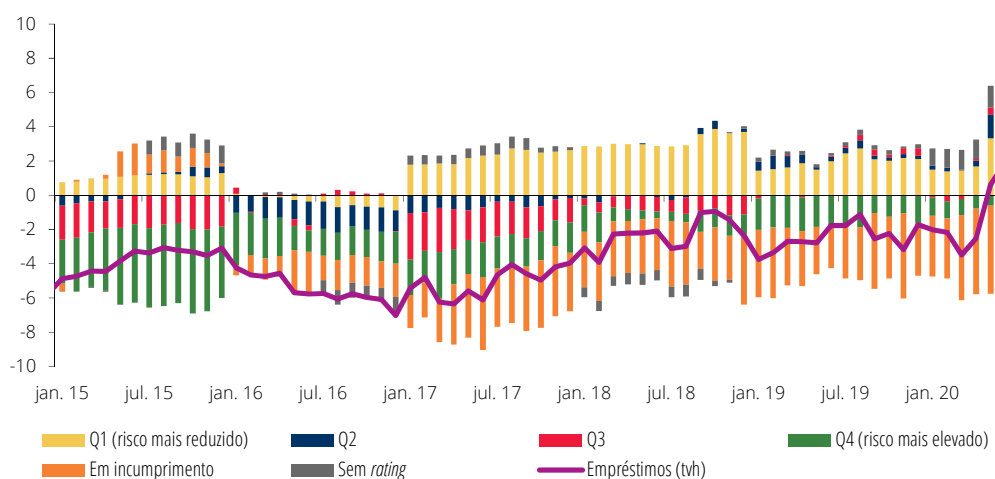
sem garantia pública, o risco médio das empresas é idêntico ao do período homólogo, enquanto nos empréstimos com garantia o risco é ligeiramente inferior (Secção 2.4 da Parte III). As condições de elegibilidade para acesso às garantias (situação tributária e financeira regularizada e capitais próprios positivos para as empresas com mais de dois anos) contribuiram para esta dicotomia. A avaliação de risco considerada baseia-se na informação contabilística disponível que não reflete ainda o período da pandemia. Quando se cruza a informação sobre o risco com os setores de atividade, conclui-se que, nos empréstimos garantidos, uma parte não negligenciável das empresas de risco reduzido encontra-se em setores que foram dos mais afetados pela pandemia, como o Alojamento e restauração.

**Gráfico I.3.8 • Taxa de variação anual dos empréstimos bancários a empresas não financeiras**  
| Percentagem



Fonte: BCE.

**Gráfico I.3.9 • Contributos para a taxa de variação homóloga dos empréstimos a empresas não financeiras privadas concedidos por instituições financeiras residentes por perfil de risco**  
| Percentagem e pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: A avaliação de risco é definida com base em Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. II, n.º 2, abril. Uma empresa é considerada "em incumprimento" junto do sistema financeiro se a parcela de crédito em incumprimento for superior a 2,5 por cento do total do crédito. O "evento de incumprimento" ocorre quando a empresa completa três meses consecutivos em incumprimento. As taxas de variação homóloga são calculadas com base nos saldos em fim de mês não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço.

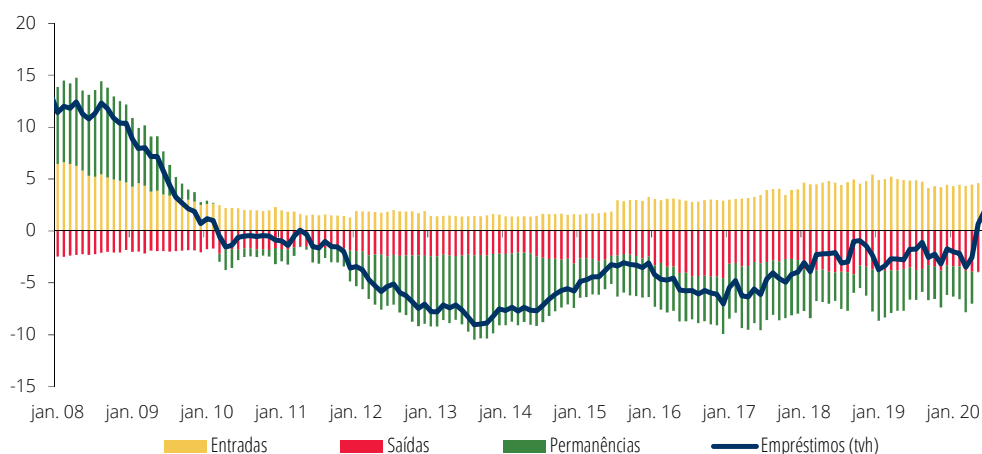
O montante de empréstimos em incumprimento continuou a reduzir-se em termos homólogos. No entanto, esta evolução está influenciada pelo facto de as moratórias permitirem o diferimento de obrigações perante o sistema financeiro, sem originarem incumprimento. Dada a contração económica e o carácter temporário destas medidas, é de esperar que o peso do crédito em incumprimento aumente.

A aceleração dos empréstimos das empresas junto das instituições financeiras residentes em junho ficou a dever-se a um aumento do financiamento de empresas que já tinham crédito bancário, as quais vinham a reduzir a dívida junto destas instituições desde março de 2010 (Gráfico I.3.10).

O crédito total às empresas portuguesas, que engloba empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais, concedidos por bancos residentes, outras instituições financeiras residentes e outros credores residentes e não residentes, aumentou 3,7% em junho, em termos homólogos, o que compara com 0,9% em dezembro de 2019. Pela primeira vez desde 2009, as instituições financeiras residentes deram um contributo positivo para esta variação (Gráfico I.3.11). Esta evolução está também associada aos empréstimos garantidos pelo Estado e ao recurso às moratórias.

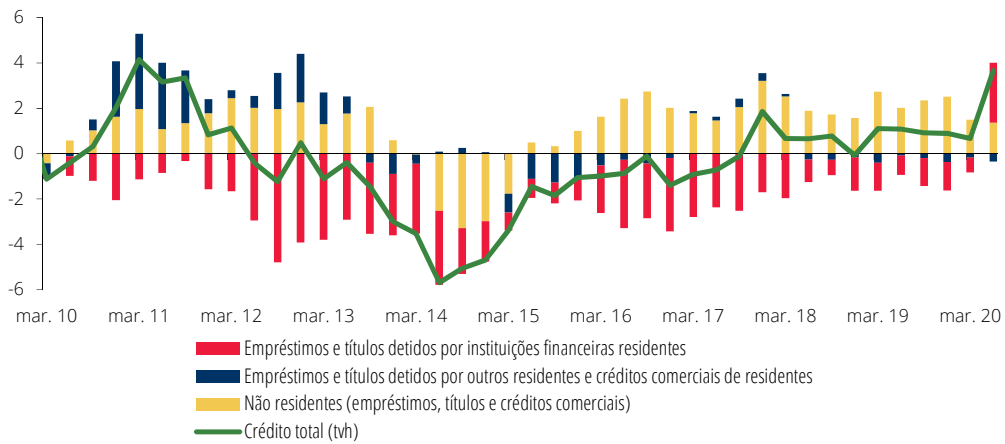
Todos os setores de atividade contribuíram positivamente para a taxa de variação homóloga do crédito a empresas não financeiras, com exceção do setor da Eletricidade, gás e água (Gráfico I.3.12). Os contributos mais elevados estiveram associados a empresas da Construção e atividades imobiliárias, cujo financiamento teve origem fora do sistema bancário residente, assim como a empresas do Comércio e alojamento e restauração. As empresas do setor Alojamento e restauração recorreram mais do que as restantes aos empréstimos com garantia pública e às moratórias.

**Gráfico I.3.10 • Contributos para a taxa de variação homóloga dos empréstimos a empresas não financeiras privadas concedidos por instituições financeiras residentes por participação no mercado de crédito | Percentagem e pontos percentuais**



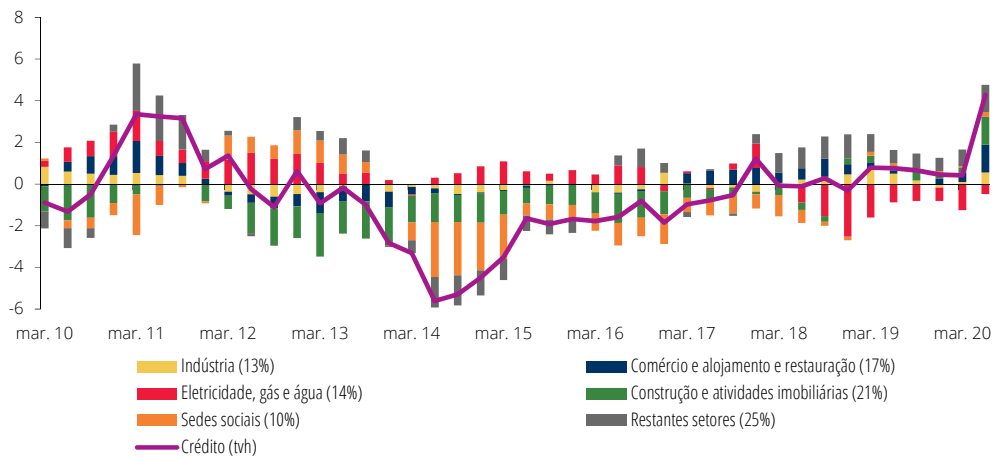
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Entradas refere-se a empresas com crédito no período, mas sem crédito no mesmo período do ano anterior, saídas refere-se a empresas sem crédito no período, mas com crédito no mesmo período do ano anterior e permanências refere-se a empresas com crédito no período e com crédito no mesmo período do ano anterior. As taxas de variação homólogas são calculadas com base nos saldos em fim de mês, não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço.

**Gráfico I.3.11 • Contributos para a taxa de variação homóloga do crédito total a empresas não financeiras por setor financiador | Percentagem e pontos percentuais**



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

**Gráfico I.3.12 • Contributos para a taxa de variação homóloga do crédito a empresas não financeiras por setor de atividade | Percentagem e pontos percentuais**



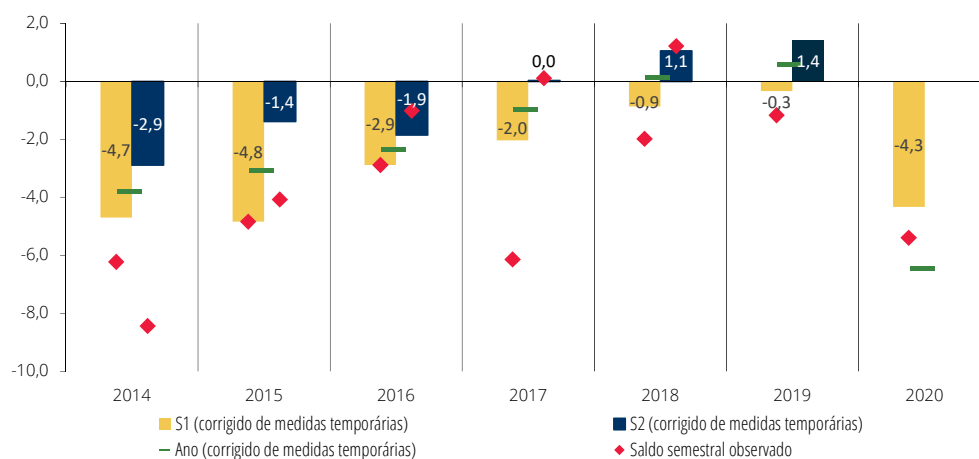
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O agregado de crédito apresentado engloba empréstimos e títulos (exclui todos os créditos comerciais e, como tal, difere do apresentado no Gráfico I.3.11). As taxas de variação homólogas são calculadas com base nos saldos em fim de mês, não sendo realizados quaisquer ajustamentos relativos a vendas, reclassificações, abatimentos ao ativo ou reavaliações cambiais e de preço. As secções da CAE apresentadas são: B e C (Indústria), G e I (Comércio e alojamento e restauração), D e E (Eletricidade, gás e água), F e L (Construção e atividades imobiliárias), M, 70100 (Sedes sociais) e A, H, J e M a S (Restantes setores). Na legenda, os valores entre parêntesis representam o peso do crédito ao setor no total de crédito às sociedades não financeiras em junho de 2020.

## 4 Finanças públicas

⋮ O défice orçamental situou-se em 5,4% do PIB no primeiro semestre, evidenciando a deterioração perspctivada para o ano

No primeiro semestre de 2020, o setor das administrações públicas apresentou um défice de 5,4% do PIB, o que representa um aumento de 4,2 pp face ao período homólogo (Gráfico I.4.1). Esta deterioração esteve associada a um aumento da despesa de 5,1 pp do PIB com a implementação de medidas de política orçamental para fazer face à crise (Secção 2.2 da Parte III), apenas parcialmente compensado pelo aumento do peso da receita em 0,9 pp. Excluindo o efeito de medidas temporárias, o défice situou-se em 4,3% do PIB, uma deterioração da mesma ordem de magnitude (4 pp).

**Gráfico I.4.1 • Saldo orçamental das administrações públicas, observado e corrigido de medidas temporárias | Percentagem do PIB do semestre (exceto no valor do ano)**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: O saldo corrigido de 2020 corresponde à estimativa oficial, excluindo o impacto da injeção de capital no Novo Banco, de uma decisão judicial com efeitos na administração local e da recuperação do remanescente da garantia concedida ao BPP. O saldo corrigido exclui as seguintes medidas temporárias: entre 2014 e 2018, as medidas referidas no *Boletim Económico* de outubro de 2019; em 2019, a injeção de capital do Fundo de Resolução no Novo Banco, o pagamento de uma indemnização na sequência de uma decisão judicial relativa a um contrato de concessão, um montante referente a uma venda de terrenos pela administração local e a recuperação parcial da garantia concedida ao BPP.

O saldo orçamental do segundo semestre continuará a ser afetado pela crise e por medidas adotadas para a combater. Estas medidas tiveram um impacto de 1,8% do PIB no saldo do primeiro semestre, o que compara com um peso estimado para o conjunto do ano de cerca de 3% do PIB anual. Adicionalmente, o perfil de reembolsos de IRS terá beneficiado o saldo do primeiro semestre em cerca de 0,7 pp do PIB. Por último, o crescimento da despesa, excluindo medidas, contribuiu para a deterioração do défice. Apesar da incerteza relativa aos desenvolvimentos orçamentais, o objetivo de défice orçamental para 2020 de 7,0% do PIB afigura-se alcançável.

⋮ A receita diminuiu com a contração da atividade económica

No primeiro semestre, a receita total apresentou uma redução de 4,8%, inferior à observada no PIB nominal (6,8%), o que justifica o contributo positivo para a variação do saldo orçamental em



rácio do PIB (Quadro I.4.1). Esta evolução tem subjacente um ajustamento temporal adicional realizado pelo INE com impacto positivo na receita fiscal e contributiva de cerca de dois mil milhões de euros, para refletir a medida de prorrogação da autoliquidação de IRC para julho e as medidas de pagamento fracionado de impostos. Corrigindo o efeito do perfil de reembolsos de IRS, a evolução homóloga da receita total foi próxima da queda no PIB nominal e idêntica à incluída na estimativa oficial para 2020 (-6,3%). O impacto na receita das medidas de política associadas à pandemia concentrou-se nas contribuições sociais.

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

	Primeiro semestre 2019	Primeiro semestre 2020	Primeiro semestre 2020 tvh (%)	Estimativa oficial anual tvh (%) <sup>(a)</sup>
<b>Receitas totais</b>	40 938,1	38 988,8	-4,8	-6,3
Receita corrente	40 708,9	38 673,8	-5,0	-7,2
Receita fiscal e contributiva	34 410,3	33 118,6	-3,8	-8,2
Impostos sobre o rendimento e o património	7 159,1	7 607,9	6,3	-13,2
Impostos sobre a produção e a importação	15 254,7	13 738,0	-9,9	-7,5
Contribuições sociais	11 996,4	11 772,7	-1,9	-4,8
Outras receitas correntes	6 298,7	5 555,2	-11,8	-0,9
Receitas de capital	229,2	315,0	37,4	116,1
<b>Despesas totais</b>	42 159,8	44 229,1	4,9	9,3
Despesa corrente	39 241,9	40 875,2	4,2	7,5
Prestações sociais	17 258,8	17 723,4	2,7	5,0
em dinheiro	15 376,9	15 809,0	2,8	5,3
em espécie	1 881,9	1 914,4	1,7	2,4
Despesas com pessoal	11 009,3	11 434,9	3,9	3,2
Consumo intermédio	5 047,2	5 124,8	1,5	7,0
Subsídios	354,2	1 247,2	252,1	249,1
Juros	3 171,7	2 899,4	-8,6	-3,0
Outra despesa corrente	2 400,7	2 445,5	1,9	20,0
Despesas de capital	2 917,9	3 353,9	14,9	33,6
Formação bruta de capital fixo	1 600,1	1 858,1	16,1	23,9
Outras despesas de capital	1 317,8	1 495,8	13,5	51,1
<b>Saldo total</b>	-1 221,8	-5 240,3	-	-
<b>Saldo total (% do PIB)</b>	-1,2	-5,4		-7,0
<i>Por memória:</i>				
Despesa corrente primária	36 070,3	37 975,8	5,3	8,3

Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: (a) Estimativa oficial subjacente ao Orçamento do Estado Suplementar para 2020, com incorporação das medidas aprovadas no parlamento e tendo por base os valores da conta para 2019 divulgados na 2.ª notificação do Procedimento dos Défices Excessivos, a 23 de setembro de 2020.

A receita de impostos sobre o rendimento e património aumentou 6,3% no primeiro semestre, o que contrasta com a redução de 13,2% projetada para o conjunto do ano. Contudo, a quebra prospetivada para o IRC em 2020 estará concentrada no segundo semestre, nomeadamente por via do alargamento da possibilidade de suspensão de pagamentos por conta. Pelo contrário, a receita com impostos sobre a produção e a importação diminuiu 9,9%, apresentando uma contração mais acentuada do que a estimada no OE Suplementar para 2020 (7,5%). Esta evolução

decorreu essencialmente do IVA, com uma redução de 11,6%, superior à do consumo privado nominal (7%), o que poderá estar relacionado com o menor consumo de bens não alimentares e serviços, aos quais se aplica, em média, uma taxa de imposto superior. A redução de 1,9% da receita de contribuições sociais foi inferior à subjacente ao Orçamento (4,8%), englobando já um efeito das medidas de isenção de contribuições no âmbito do *layoff* simplificado e da suspensão da cobrança coerciva.

A outra receita corrente diminuiu 11,8% no primeiro semestre fruto da redução na utilização dos serviços públicos (por via das vendas e taxas cobradas) e, em menor medida, do decréscimo dos dividendos recebidos. Na segunda metade do ano, poderá existir uma diluição destes efeitos, mas o cumprimento do perspectivado no OE suplementar (-0,9%) afigura-se difícil. A receita de capital aumentou 37,4%, refletindo a aceleração da execução de despesa financiada por fundos europeus, embora aquém do projetado.

### ... O crescimento da despesa primária foi afetado pelas medidas de política e, em sentido contrário, pelas restrições ao funcionamento dos serviços públicos

No primeiro semestre, a despesa corrente primária aumentou 5,3%, um valor inferior ao projetado no OE Suplementar (8,3%). Corrigindo do impacto das medidas de política associadas à crise pandémica, o crescimento da despesa corrente primária foi de 1,7%.

Relativamente às prestações sociais em dinheiro, a taxa de variação do primeiro semestre foi de 2,8%, abaixo do projetado (5,4%). Note-se que as medidas da segurança social para combate à crise pandémica com maior impacto orçamental direto encontram-se classificadas nos subsídios. Adicionalmente, importa considerar que estas medidas, em particular o *layoff* simplificado, terão evitado aumentos mais significativos na despesa com subsídios de desemprego. Durante a primeira metade do ano, as prestações em espécie cresceram 1,7%, mas enquanto no primeiro trimestre o crescimento foi de 8,7%, no segundo trimestre houve uma redução de 4,3%, associada à menor provisão de alguns serviços, em particular de saúde.

As despesas com pessoal cresceram 3,9% no primeiro semestre, uma evolução próxima do perspectivado para o conjunto do ano. Dado que o número médio de funcionários públicos aumentou 2,2%, o crescimento da despesa resultou também de um aumento do salário médio. O efeito do descongelamento faseado das carreiras dos funcionários públicos em 2019 contribuirá para um crescimento menor desta rubrica na segunda metade do ano.

O consumo intermédio cresceu 1,5% na primeira metade do ano, não obstante o reforço da despesa associada, em particular, à compra de equipamentos de proteção individual. Importa referir que terá havido poupanças decorrentes do recurso ao teletrabalho e do encerramento ou funcionamento com restrições dos serviços públicos. Na segunda metade do ano, será expectável alguma aceleração desta rubrica que, ainda assim, poderá ficar aquém do montante orçamentado.

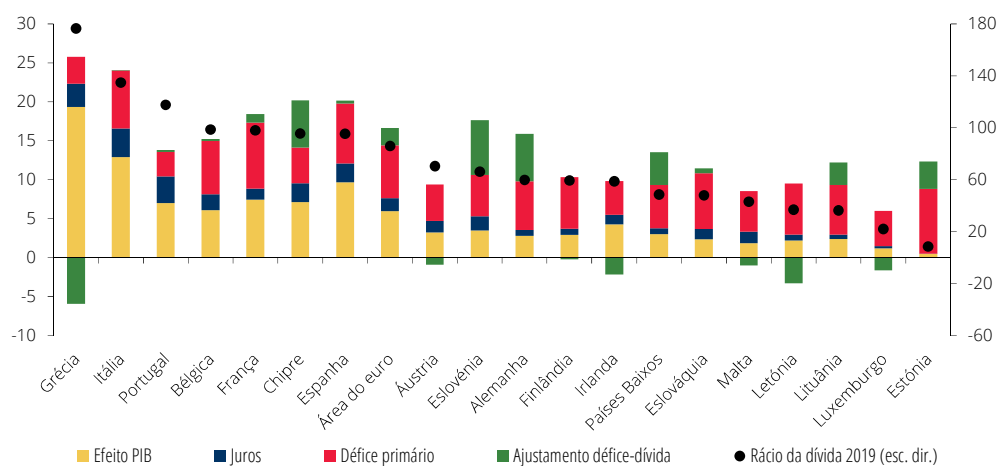
A implementação do *layoff* simplificado, das medidas de apoio aos trabalhadores independentes e do apoio excecional às famílias afetou significativamente a evolução dos subsídios. Estas medidas representaram cerca de 228,6 pp do aumento homólogo de 252,1% verificado nesta rubrica. A execução dos subsídios até ao final do ano poderá ser inferior ao previsto no OE Suplementar, dado que a informação disponível indica que o custo destas medidas é inferior ao previsto no OE.

O investimento público cresceu 16,1% no primeiro semestre com a aceleração da execução de projetos com financiamento europeu sendo expectável que a taxa se mantenha elevada no remanescente do ano.

· A trajetória de redução do rácio da dívida pública  
 · foi interrompida, mas as condições de financiamento  
 · mantêm-se favoráveis

No final do primeiro semestre, o rácio da dívida situou-se em 126,1% do PIB do ano terminado no semestre, o que representa um aumento de 8,9 pp face ao final do ano passado. Contribuiu fortemente para esta evolução a contração do PIB (4,1 pp do PIB) e, em menor medida, o défice orçamental (2,5 pp do PIB) e os ajustamentos défice-dívida (2,3 pp do PIB), associados designadamente à acumulação de depósitos (1,1 pp do PIB) e ao referido ajustamento temporal extraordinário da receita fiscal e contributiva realizado pelo INE neste semestre (1 pp do PIB). As diferenças no ponto de partida do rácio da dívida contribuirão, por via do efeito denominador, para um aumento da dispersão nos níveis de dívida em percentagem do PIB dos países da área do euro em 2020, mas poderão ter o efeito inverso a médio prazo, aquando da retoma da atividade económica (Gráfico I.4.2).

**Gráfico I.4.2 • Rácio da dívida de 2019 e contributos para a evolução projetada pela Comissão Europeia para 2020 | Percentagem do PIB**



Fonte: Previsões Económicas da Primavera da Comissão Europeia, divulgadas a 6 de maio de 2020.

As condições de financiamento do Estado Português mantiveram-se favoráveis. Apesar da rápida degradação das perspetivas económicas e da elevada incerteza, o aumento dos custos de financiamento foi visível apenas para as emissões realizadas em março e abril. Para as emissões de curto prazo, a taxa média de colocação de Bilhetes do Tesouro no primeiro semestre foi de -0,3%, um valor semelhante ao de 2019. Também nas emissões de longo prazo, a taxa de juro média verificada na emissão de Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos manteve-se ao nível de 2019 (0,8%), embora se tenha verificado um aumento face à média do segundo semestre de 2019 (0,4%). A despesa com juros manteve o seu peso no PIB face ao ano anterior no primeiro semestre, tendo apresentado uma redução de 8,6% face ao verificado no período homólogo, o que compara com a diminuição de 3% perspetivada no OE Suplementar.

## 5 Oferta

A atividade económica na primeira metade do ano foi severamente afetada pela pandemia de COVID-19. A redução da atividade traduziu-se numa queda abrupta e sem precedentes do valor acrescentado bruto (VAB) e do número de horas efetivamente trabalhadas (no primeiro semestre, variações homólogas de -8,8% e de -15,5%, respetivamente). O impacto negativo no emprego foi mitigado pela implementação de medidas de apoio às empresas visando a manutenção dos postos de trabalho. Estas medidas, em simultâneo com um aumento do recurso ao teletrabalho, bem como uma adaptação da laboração implementada pelas empresas, contribuíram para conter o aumento do desemprego. Adicionalmente, a pandemia e as medidas de contenção levaram a um aumento da inatividade porque os indivíduos sem emprego não efetuaram diligências ativas de procura de emprego, face às restrições à mobilidade e à paragem de muitas atividades. Deste modo, entre o quarto trimestre de 2019 e o segundo trimestre de 2020 assistiu-se a uma redução significativa da taxa de atividade (de 51,2% para 48,7%) e a um aumento da taxa de subutilização do trabalho (de 12,5% para 14,0%), enquanto a taxa de desemprego se reduziu (de 6,7% para 5,6%).

### ∴ VAB caiu 8,8% no primeiro semestre de 2020

No primeiro semestre, o VAB registou uma redução homóloga de 8,8% (9,3% face ao semestre anterior) (Quadro I.5.1). A crise pandémica refletiu-se logo no primeiro trimestre, mas acentuou-se significativamente no segundo trimestre; variações homólogas do VAB de -2,1% e -15,4%, respetivamente. Na área do euro, o VAB registou também uma redução semestral homóloga de 8,8%.

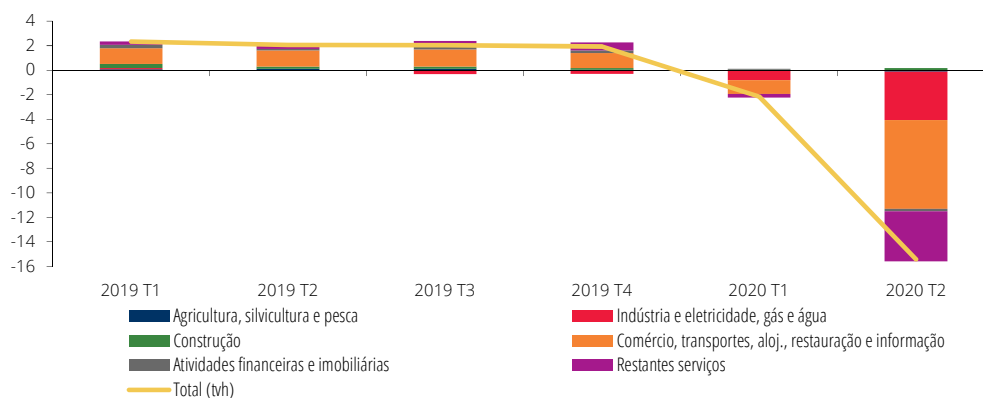
**Quadro I.5.1 • VAB e principais componentes setoriais**

	% do VAB em 2019	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga					
		2017	2018	2019	2019 S1	2019 S2	2020 S1	2019 T4	2020 T1	2020 T2
VAB	100,0	3,3	2,7	2,1	2,2	2,0	-8,8	1,9	-2,1	-15,4
Agricultura, silvicultura e pescas	2,4	2,0	-1,1	3,4	4,1	2,8	-4,4	1,5	-3,0	-5,7
Indústria	14,2	5,9	3,5	0,0	0,7	-0,7	-13,8	-0,8	-3,6	-24,0
Eletricidade, gás e água	3,4	-3,6	8,6	-4,0	-2,1	-5,8	-8,6	-5,2	-5,8	-11,4
Construção	4,3	5,3	3,6	5,1	6,3	3,9	2,2	3,0	0,6	3,8
Serviços	75,8	3,1	2,3	2,6	2,4	2,8	-8,6	2,8	-1,8	-15,3
Comércio e alojamento e restauração	19,6	2,7	2,5	4,3	4,2	4,5	-16,7	4,3	-5,1	-28,3
Transportes e informação e comunicação	8,6	5,6	4,0	5,3	5,6	5,0	-9,5	4,3	-1,1	-17,7
Atividades financeiras e imobiliárias	17,4	1,7	1,1	1,1	1,1	1,1	-0,3	1,2	0,4	-1,1
Restantes serviços	30,2	3,4	2,4	1,5	1,1	2,0	-7,5	2,2	-1,1	-13,9
<i>Por memória:</i>										
Área do euro	-	2,8	1,9	1,2	1,4	1,1	-8,8	0,9	-3,0	-14,6

Fontes: INE – Contas Nacionais e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As secções da CAE apresentadas são: A (Agricultura, silvicultura e pesca); B e C (Indústria); D e E (Eletricidade, gás e água); F (Construção); G e I (Comércio e alojamento e restauração); H e J (Transportes e informação e comunicação); K e L (Atividades financeiras e imobiliárias); M a U (Restantes serviços).

O setor dos Serviços, que apresentava um perfil de crescimento desde 2013, registou uma redução de 8,6% no primeiro semestre (Quadro I.5.1), traduzindo-se no contributo mais negativo para a variação do VAB nesse período (-1,4 pp no primeiro trimestre e -11,5 pp no segundo trimestre) (Gráfico I.5.1). No Comércio e alojamento e restauração, muito afetado pelas medidas de contenção, a queda homóloga do VAB foi de 16,7%. O peso do setor do Alojamento e restauração na economia portuguesa é superior ao da área do euro, implicando uma maior vulnerabilidade ao impacto da pandemia (Secção 3.2 da Parte III). A Indústria registou uma queda de 13,8%. Por outro lado, o setor da Construção contribuiu positivamente para o crescimento do VAB no primeiro semestre de 2020. A assinalável resiliência da atividade do setor da Construção perante a crise pandémica está em linha com o dinamismo do investimento em construção (Capítulo 6). A Construção registou um aumento do VAB em termos homólogos de 0,6% no primeiro trimestre e uma aceleração no segundo trimestre (3,8%).

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



Fonte: INE – Contas Nacionais (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As secções da CAE apresentadas são: A (Agricultura, silvicultura e pesca), B a E (Indústria e eletricidade, gás e água); F (Construção); G a J (Comércio, transportes, aloj., restauração e informação); K e L (Atividades financeiras e imobiliárias); M a U (Restantes serviços).

## ⋮ A contração da atividade foi acompanhada por um decréscimo acentuado das horas efetivamente trabalhadas

De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, no primeiro semestre de 2020 as horas efetivamente trabalhadas registaram uma queda de 15,5% em termos homólogos (Quadro I.5.2). Em larga medida, esta redução reflete o aumento da população empregada ausente do trabalho, fruto das medidas implementadas em resposta à crise pandémica.

A redução nas horas trabalhadas foi transversal a todas as situações laborais, tipos de contrato e regimes de duração do emprego. As maiores reduções ocorreram entre os trabalhadores por conta própria ou trabalhadores em atividades familiares, os contratos com termo ou de prestação de serviços e no trabalho a tempo parcial. A redução das horas trabalhadas foi maior nos trabalhadores com escolaridades mais baixas e nos jovens.

## ⋮ O *layoff* simplificado contribuiu para mitigar a redução do emprego

No primeiro semestre de 2020, o emprego reduziu-se 2,0% em termos homólogos (Quadro I.5.3). A evolução negativa do emprego foi mitigada pelas medidas de apoio às empresas, especialmente

pelo *layoff* simplificado (Secção 2.3 da Parte III). Neste contexto, a redução do emprego foi substancialmente mais contida do que a redução das horas trabalhadas, que correlacionam melhor com a contração económica.

#### Quadro I.5.2 • Horas efetivamente trabalhadas

	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga					
	2017	2018	2019	2019 S1	2019 S2	2020 S1	2019 T4	2020 T1	2020 T2
<b>Total</b>	3,5	2,1	1,3	1,2	1,5	-15,5	1,6	-5,1	-26,1
<b>Por situação na profissão</b>									
Emprego conta de outrem	4,2	2,7	0,6	-0,1	1,4	-14,0	2,0	-3,7	-24,4
Emprego por conta própria	0,7	-0,9	5,3	8,3	2,4	-22,7	-0,6	-11,4	-34,0
Trabalho familiar	-21,8	-12,1	-9,8	2,0	-21,5	-40,7	-7,4	-38,3	-43,2
<b>Por tipo de contrato</b>									
Contrato sem termo	4,4	2,7	2,0	1,0	3,0	-10,6	3,8	-1,2	-20,1
Contrato com termo	3,1	2,6	-3,6	-3,5	-3,7	-28,4	-1,9	-14,8	-41,9
Contrato prestação de serviços	5,2	1,8	-10,8	-11,2	-10,4	-24,3	-23,4	-7,3	-43,7
<b>Por regime de duração</b>									
Tempo completo	3,8	2,4	1,3	1,2	1,4	-15,1	1,7	-4,9	-25,5
Tempo parcial	-1,8	-5,4	2,0	1,3	2,7	-24,2	-1,0	-9,0	-39,1
<b>Por escalões etários</b>									
Entre 15 e 24 anos	8,5	5,8	1,1	0,6	1,5	-22,9	3,2	-9,0	-37,4
Entre 25 e 34 anos	1,7	0,5	0,2	0,9	-0,6	-19,2	0,3	-7,9	-30,5
Entre 35 e 44 anos	0,1	-0,4	-0,3	-0,9	0,4	-17,9	0,4	-8,0	-28,1
Entre 45 e 54 anos	4,6	2,1	1,5	0,6	2,4	-9,1	3,8	0,6	-18,8
Mais de 54 anos	8,1	6,4	4,6	5,4	3,8	-14,9	1,1	-4,5	-25,3
<b>Por níveis de escolaridade</b>									
Nenhum	-1,2	-8,3	-13,6	-3,6	-23,8	-25,3	-24,4	-5,6	-43,5
Básico – 1.º e 2.º ciclos	1,3	-1,9	-7,7	-7,1	-8,3	-23,6	-7,5	-12,1	-35,5
Básico – 3.º ciclo	2,3	-0,9	2,4	1,6	3,3	-22,1	3,1	-8,6	-35,2
Secundário	6,0	5,7	4,6	3,4	6,0	-12,1	5,6	1,6	-25,8
Superior	4,2	4,8	5,3	5,9	4,7	-7,7	4,5	-3,9	-11,7

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

Por situação laboral, tipo de contrato, regime de duração do emprego e características dos indivíduos, a evolução do emprego é mais heterogénea do que a das horas trabalhadas, embora os grupos mais e menos afetados coincidam. No primeiro semestre de 2020, o número de trabalhadores com contratos com termo, a termo parcial, com escolaridade inferior ao 3.º ciclo do ensino básico e do escalão etário 15-24 anos registaram reduções homólogas significativas (entre 10% e 15%). Estas reduções acentuadas contrastam com o ligeiro aumento homólogo do número de trabalhadores com contrato sem termo, do escalão etário 45-54 anos e com ensino secundário ou superior. Para a evolução mais favorável do emprego com escolaridades mais elevadas terá contribuído o facto de estarem associadas a profissões onde a possibilidade de teletrabalho é elevada (Secção 3.1 da Parte III).

### Quadro I.5.3 • Emprego

	Milhares de indivíduos em 2019	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga					
		2017	2018	2019	2019 S1	2019 S2	2020 S1	2019 T4	2020 T1	2020 T2
<b>Total</b>	4913	3,3	2,3	1,0	1,2	0,7	-2,0	0,5	-0,3	-3,8
<b>Por situação na profissão</b>										
Emprego conta de outrem	4085	4,3	2,7	0,7	0,6	0,8	-1,7	0,6	0,3	-3,6
Emprego por conta própria	810	-0,4	0,5	2,6	4,2	1,1	-3,2	0,3	-2,2	-4,2
Trabalho familiar	18	-23,9	-7,1	-12,9	-3,1	-22,3	-28,9	-12,3	-34,3	-22,0
<b>Por tipo de contrato</b>										
Contrato sem termo	3236	4,7	2,8	2,2	1,6	2,9	2,1	2,6	3,1	1,2
Contrato com termo	719	3,3	2,2	-3,5	-2,0	-5,1	-16,1	-3,7	-11,2	-20,9
Contrato prestação de serviços	130	0,8	4,8	-11,1	-7,2	-14,7	-14,9	-19,6	-4,7	-26,0
<b>Por regime de duração</b>										
Tempo completo	4405	4,1	3,2	1,1	1,1	1,1	-1,1	0,9	0,6	-2,8
Tempo parcial	509	-2,4	-4,7	-0,6	1,8	-3,0	-9,7	-3,1	-7,4	-12,1
<b>Por escalões etários</b>										
Entre 15 e 24 anos	305	7,7	4,9	3,0	4,8	1,4	-11,1	1,3	-3,8	-18,6
Entre 25 e 34 anos	936	1,1	0,7	-0,5	0,0	-0,9	-4,7	-1,7	-2,2	-7,1
Entre 35 e 44 anos	1292	-0,1	-0,3	-0,8	-0,4	-1,3	-3,4	-1,8	-2,3	-4,5
Entre 45 e 54 anos	1269	4,3	2,7	1,4	0,5	2,3	2,1	3,5	3,1	1,1
Mais de 54 anos	1110	7,7	6,0	3,3	4,0	2,5	-0,4	1,6	0,9	-1,7
<b>Por níveis de escolaridade</b>										
Nenhum	57	24,1	-28,6	-17,8	-12,5	-23,3	-14,4	-21,4	-7,6	-21,4
Básico – 1.º e 2.º ciclos	1096	0,5	-1,9	-7,9	-7,5	-8,3	-9,6	-7,3	-6,5	-12,9
Básico – 3.º ciclo	981	3,4	0,1	0,7	0,2	1,2	-3,3	2,4	-0,4	-6,1
Secundário	1405	6,6	5,5	5,7	4,7	6,7	1,9	5,4	4,0	-0,3
Superior	1368	1,4	7,4	5,2	7,1	3,3	2,0	1,8	1,3	2,6

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

## • Aumentaram as transições do desemprego e do emprego para a inatividade

A dinâmica do mercado de trabalho fica marcada pelas transições do desemprego e do emprego para a inatividade. Entre o primeiro trimestre de 2020 e o segundo trimestre de 2020, cerca de 224 mil indivíduos transitaram do emprego para a inatividade e 119 mil indivíduos transitaram do desemprego para a inatividade (Quadro I.5.4). Em termos líquidos, 76 mil indivíduos transitaram do desemprego para a inatividade, contribuindo para uma redução do número de desempregados no segundo trimestre de 2020. Esta redução ocorreu apesar do fluxo líquido de 21,5 mil indivíduos do emprego para o desemprego, pela primeira vez positivo desde o primeiro trimestre de 2014.

#### Quadro I.5.4 • Fluxos entre estados do mercado de trabalho | Milhares de indivíduos

	2019 T1	2019 T2	2020 T1	2020 T2	2019 T2-2019 T1	2020 T2-2020 T1
1 – Fluxo líquido do emprego para o desemprego	-5,4	-36,5	-4,7	21,5	-31,1	26,2
Do emprego para o desemprego	59,2	38,2	60,9	74,2	-21,0	13,3
Do desemprego para o emprego	64,6	74,8	65,5	52,6	10,2	-12,9
2 – Fluxo líquido do emprego para a inatividade	8,4	-4,1	38,6	95,2	-12,5	56,6
Do emprego para a inatividade	118,1	119,4	139,2	224,0	1,3	84,8
Da inatividade para o emprego	109,7	123,4	100,5	128,8	13,7	28,3
3 – Fluxo líquido do desemprego para a inatividade	0,0	-18,5	4,7	76,1	-18,5	71,4
Do desemprego para a inatividade	53,0	44,0	61,6	119,0	-9,0	57,4
Da inatividade para o desemprego	52,9	62,5	56,9	42,9	9,5	-14,0
<i>Por memória:</i>						
Fluxo líquido de entrada no desemprego (1-3)	-5,4	-18,0	-9,4	-54,5	-	-
Efeito amostral	10,0	-7,1	5,1	-15,1	-	-
Variação do desemprego	4,5	-25,2	-4,3	-69,6	-	-

Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores correspondem aos fluxos trimestrais em amostra constante (indivíduos que permanecem na amostra do Inquérito ao Emprego em dois trimestres consecutivos). O efeito amostral representa a diferença entre os fluxos em amostra constante e os fluxos em amostra simples (totalidade da amostra), refletindo o impacto da renovação trimestral da amostra (1/6 da amostra total) e as alterações na composição dos indivíduos que permanecem nos restantes 5/6 da amostra. A variação do desemprego é dada pela soma do fluxo líquido de entrada no desemprego com o efeito amostral.

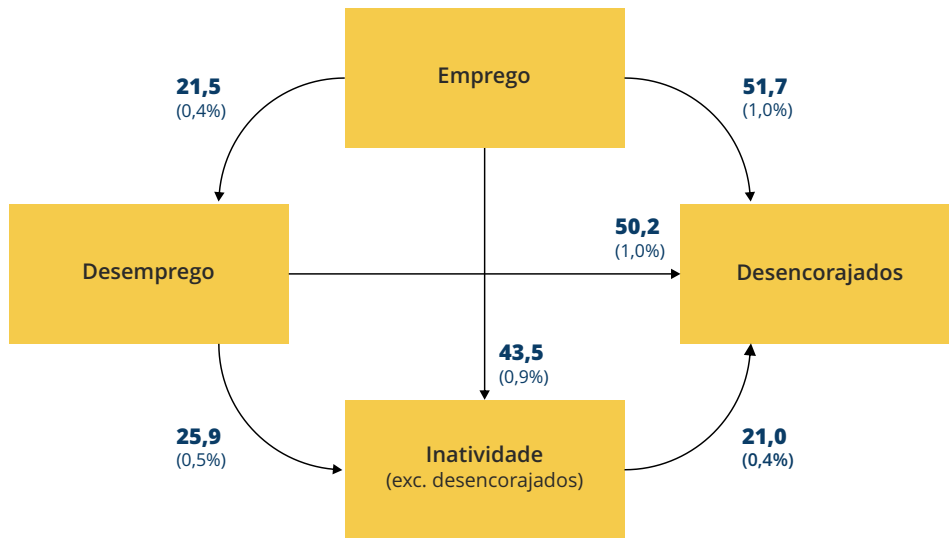
No segundo trimestre de 2020, entre os trabalhadores na inatividade, 312 mil eram classificados como desencorajados, pois tinham disponibilidade para trabalhar, mas não reportaram diligências ativas de procura de emprego. Este é o valor mais elevado de desencorajados desta série estatística desde que começou a ser divulgada pelo INE em 2011. No segundo trimestre, os fluxos líquidos para o grupo dos desencorajados foram superiores aos fluxos líquidos para as restantes situações de inatividade (Figura I.5.1). As restrições à mobilidade impostas pelo estado de emergência e a interrupção de informação sobre ofertas de emprego terão contribuído para este aumento inédito dos indivíduos desencorajados.

### ∴ Taxa de atividade historicamente baixa

Refletindo a redução simultânea do emprego e do desemprego, a população ativa registou uma descida de 3,9% no segundo trimestre de 2020 face ao trimestre anterior (4,5% em taxa de variação homóloga), após a queda de 0,9% verificada no primeiro trimestre (0,4% em termos homólogos). Esta evolução interrompe a recuperação observada entre o final de 2016 e 2019 e determina que a taxa de atividade em Portugal se tenha reduzido 2,5 pp para 48,7%, um valor historicamente baixo (Gráfico I.5.2).

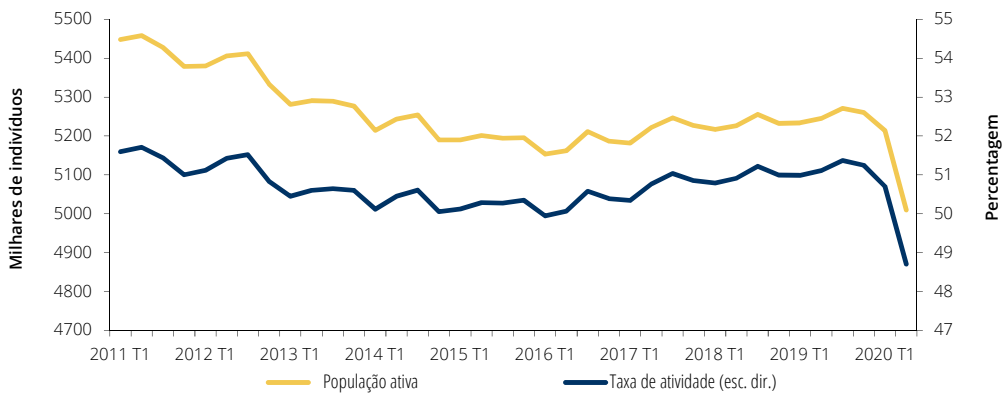


**Figura I.5.1 • Fluxos líquidos entre estados do mercado de trabalho no segundo trimestre de 2020 | Milhares de indivíduos e percentagem da população ativa**



Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os valores correspondem aos fluxos líquidos trimestrais em amostra constante (indivíduos que permanecem na amostra do Inquérito ao Emprego em dois trimestres consecutivos), expressos em milhares de indivíduos e em percentagem da população ativa. O estado da inatividade é desagregado em dois estados: inatividade excluindo indivíduos desencorajados e indivíduos desencorajados.

**Gráfico I.5.2 • População ativa e taxa de atividade**



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

... O aumento da população inativa contribuiu para acentuar a divergência entre a evolução das taxas de desemprego e de subutilização do trabalho

O aumento da inatividade e, em particular, do número de desencorajados contribuiu para que a taxa de desemprego não apresentasse o habitual comportamento contracíclico. No segundo trimestre de 2020, o número de desempregados registou uma queda de 15,2% face ao trimestre homólogo e a taxa de desemprego reduziu-se 1,1 pp relativamente ao primeiro trimestre de 2020, situando-se em 5,6% (Quadro I.5.5). Em contraste com a redução do número de desempregados (definição da Organização Internacional do Trabalho), o desemprego registado nos

centros de emprego interrompeu o perfil de redução observado ao longo do ano de 2019. Em termos homólogos, o desemprego registado aumentou 3,0% no primeiro trimestre e 36,4% no segundo (aumento de cerca de 63 mil indivíduos face ao primeiro trimestre).

Para avaliar a subutilização do trabalho é essencial tomar em consideração medidas mais abrangentes do que a taxa de desemprego. O conceito de subutilização do trabalho inclui não apenas a população desempregada, mas também os desencorajados, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis para trabalhar e o subemprego decorrente da existência de trabalhadores a tempo parcial que pretendem e estariam disponíveis para trabalhar mais horas. A subutilização do trabalho registou um crescimento homólogo de 10,7% no segundo trimestre de 2020, que se refletiu numa taxa de subutilização do trabalho de 14%, ainda assim inferior à atingida na crise anterior.

#### Quadro I.5.5 • Desemprego e subutilização do trabalho | Percentagem da população ativa, salvo indicação em contrário

	Milhares de indivíduos em 2019	2019 T1	2019 T2	2019 T3	2019 T4	2020 T1	2020 T2
Desemprego total (taxa de variação homóloga em %)	339,5	-13,8	-6,6	-8,3	0,9	-1,6	-15,2
Taxa de desemprego	-	6,8	6,3	6,1	6,7	6,7	5,6
Desemprego registado nos centros de emprego (IEFP) (taxa de variação homóloga em %)	310,9	-15,1	-10,3	-11,1	-8,4	3,0	36,4
Subutilização do trabalho (taxa de variação homóloga em %)	690,0	-10,7	-5,9	-6,9	-5,0	-5,8	10,7
Taxa de subutilização do trabalho <sup>(a)</sup>	-	13,6	12,4	12,2	12,5	12,9	14,0
Inativos desencorajados	167,5	3,4	3,2	3,4	2,8	3,2	6,2

Fontes: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal) e IEFP. | Notas: (a) Agrega a população desempregada, o subemprego de trabalhadores a tempo parcial, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis e os inativos disponíveis mas que não procuram emprego. Para efeito de cálculo desta taxa, a população ativa inclui igualmente estes inativos.

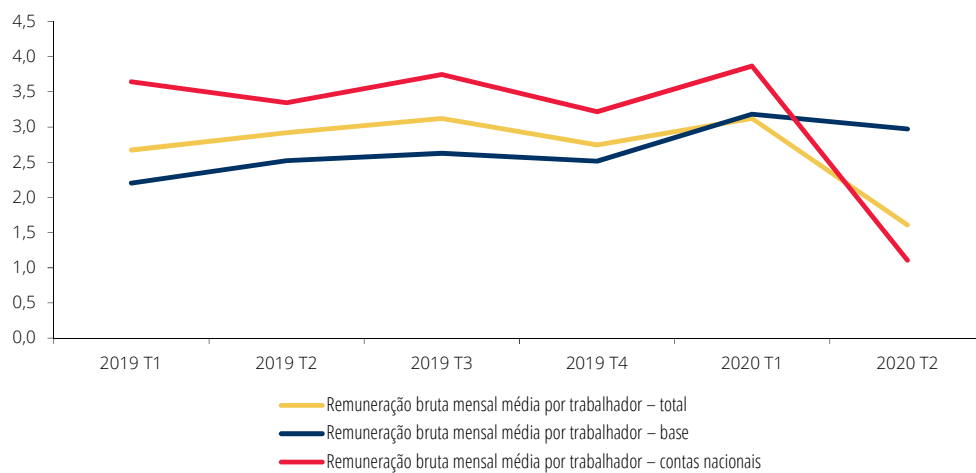
### ⋮ A evolução dos salários refletiu *inter alia* o impacto do *layoff* simplificado

Em períodos de forte contração da atividade económica, a redução do emprego tende a afetar mais os indivíduos com qualificações mais baixas ou com vínculos contratuais temporários, características associadas a remunerações mais baixas. Estas alterações na composição do emprego resultam aritmeticamente num salário médio por trabalhador mais elevado. Para além deste efeito de composição, a análise da evolução das remunerações do trabalho encerra uma complexidade adicional que decorre da implementação das medidas de apoio ao emprego e aos rendimentos do trabalho, nomeadamente o *layoff* simplificado e o apoio extraordinário à redução da atividade económica do trabalhador independente, bem como das opções de gestão remuneratória das empresas.

De acordo com os dados das contas nacionais, as remunerações por trabalhador desaceleraram para 1,1% em termos homólogos no segundo trimestre de 2020, depois de vários trimestres de crescimento homólogo próximo de 4% (Gráfico I.5.3). Este perfil é idêntico ao observado para a remuneração por trabalhador dos dados do Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social e compilados pelo INE. A desaceleração da remuneração total em termos homólogos, de 3,1% no primeiro trimestre de 2020 para 1,6% no segundo trimestre de 2020, contrasta com uma relativa estabilidade na taxa de crescimento homóloga da remuneração base. A divergência entre estes dois indicadores reflete o efeito da redução da atividade sobre remunerações não

contratualizadas, assim como o impacto sobre o rendimento das medidas de apoio às famílias e às empresas, nomeadamente o regime de *layoff* simplificado.

**Gráfico I.5.3 • Remunerações por trabalhador | Taxa de variação homóloga em percentagem**



Fontes: INE (Statslab) e Eurostat. | Nota: A informação compilada pelo INE (remuneração bruta mensal média por trabalhador, total e base) refere-se ao universo de beneficiários da Segurança Social e Caixa Geral de Aposentações.

## 6 Procura

### ∴ Forte queda da atividade económica

A pandemia de COVID-19 implicou uma queda sem precedentes da procura. No primeiro trimestre de 2020, o PIB caiu 2,3% em termos homólogos (3,9% face ao trimestre anterior), refletindo o impacto das medidas sanitárias e do clima de incerteza (Quadro I.6.1). A contração do PIB acentuou-se no segundo trimestre, com uma queda de 16,3% em termos homólogos e de 13,9% em cadeia.

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

	% PIB em 2019	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga					
		2017	2018	2019	2019 S1	2019 S2	2020 S1	2019 T4	2020 T1	2020 T2
PIB	100,0	3,5	2,8	2,2	2,3	2,2	-9,4	2,3	-2,3	-16,3
Procura interna	99,8	3,3	3,2	2,7	3,1	2,3	-6,6	1,2	-1,1	-12,0
Consumo privado	63,9	2,1	2,6	2,4	2,4	2,5	-7,9	2,4	-1,1	-14,7
Consumo público	16,9	0,2	0,6	0,7	0,1	1,3	-1,4	1,7	0,5	-3,4
Investimento	19,0	11,9	7,8	5,4	8,9	2,2	-6,4	-3,4	-2,6	-10,3
FBCF	18,2	11,5	6,2	5,4	7,4	3,5	-4,7	2,6	-0,3	-9,0
Variação de existências <sup>(a)</sup>	0,8	0,1	0,3	0,0	0,3	-0,2	-0,4	-1,1	-0,4	-0,3
Exportações	43,5	8,4	4,1	3,5	2,9	4,2	-21,9	5,9	-4,8	-39,2
Importações	43,3	8,1	5,0	4,7	4,9	4,4	-15,6	3,2	-2,0	-29,4
Contributo da procura interna líquida de importações <sup>(b)</sup>		1,6	1,8	1,5	1,6	1,3	-3,6	1,1	-0,7	-6,5
Contributo das exportações líquidas de importações <sup>(b)</sup>		1,9	1,1	0,7	0,7	0,8	-5,8	1,1	-1,6	-9,8
PIB – taxa de variação em cadeia					1,1	1,0	-10,3	0,7	-3,9	-13,9
PIB – Área do euro		2,8	1,8	1,3	1,4	1,2	-9,0	1,0	-3,2	-14,7

Fontes: INE e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (a) Inclui aquisições líquidas de cessões de objetos de valor (ACOV) e está expresso em contributos para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais; (b) Contributos para a taxa de variação real do PIB líquidos de importações, em pontos percentuais. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2017. Para mais informações sobre a metodologia, ver Caixa 4 “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa”, do *Boletim Económico* de março de 2019.

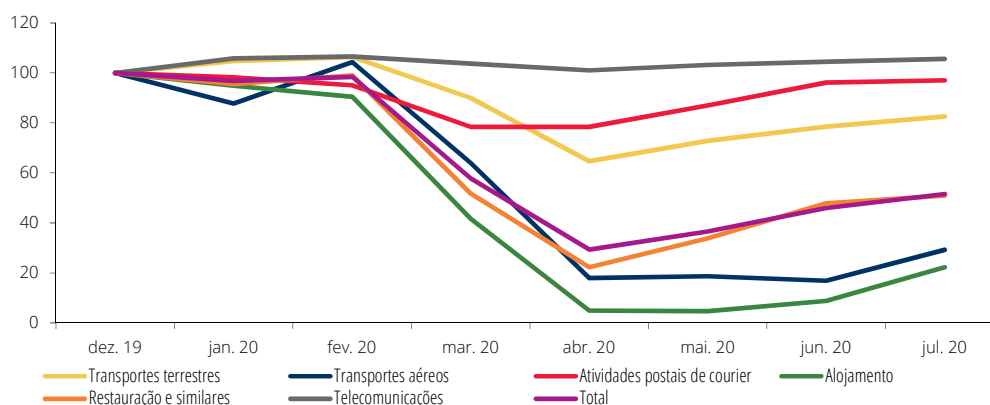
Em termos mensais, a atividade económica começou a reduzir-se em março – contrastando com uma evolução positiva nos dois primeiros meses do ano – e a queda acentuou-se em abril, quando foram atingidos níveis mínimos. Em maio, registou-se uma melhoria, que prosseguiu em junho com o alívio gradual das restrições impostas, mas a atividade manteve-se ainda abaixo do observado no período homólogo. Esta evolução da atividade é igualmente corroborada por outros indicadores de frequência mais elevada (Caixa 1).

O contributo da procura interna tornou-se negativo no primeiro semestre (-3,6 pp), refletindo uma queda considerável do consumo privado e, em menor grau, da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). As decisões de despesa e de investimento das famílias e empresas foram afetadas pelas restrições à mobilidade e à atividade, pela redução da confiança e pela maior incerteza. Os fluxos de comércio de bens e serviços com o exterior caíram, mais no caso das exportações, com um colapso das exportações de turismo (-47,4% em termos homólogos na primeira metade de 2020). O contributo das exportações (líquidas do conteúdo importado) para o crescimento do PIB foi de -5,8 pp.

## Contração do consumo privado, com alterações de composição

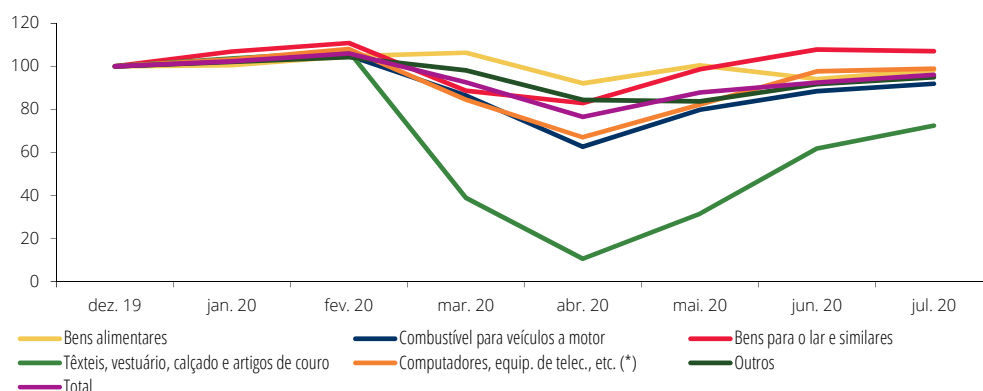
O consumo privado caiu 7,9% em termos homólogos no primeiro semestre de 2020, após ter crescido 2,5% na segunda metade de 2019. Esta queda foi acompanhada de uma alteração da estrutura das despesas de consumo das famílias. A análise dos indicadores de volume de negócios nos serviços destinados a consumo final e do comércio a retalho mostra que uma parcela do consumo foi restringida pelas medidas de distanciamento social, nomeadamente as despesas em hotéis e restaurantes, em transportes e em outras atividades de lazer que envolvem interação pessoal, mas também as aquisições de vestuário e calçado e de combustíveis (Gráfico I.6.1 e Gráfico I.6.2). O consumo corrente de bens não alimentares no segundo trimestre teve uma queda inédita de 18,7% em termos homólogos, após uma contração de 1,8% no primeiro trimestre (Gráfico I.6.3). Em contraste, os gastos em bens alimentares aceleraram 1,3 pp para 4,7% no segundo trimestre. As despesas em bens duradouros, em particular em automóveis, caíram 16,1% no primeiro semestre, em linha com o comportamento habitual deste tipo de despesa em períodos de crise. Ao longo do segundo trimestre, observou-se uma recuperação do consumo privado mas diferenciada por tipo de bens e serviços.

**Gráfico I.6.1 • Volume de negócios nos serviços – consumo final | Índice dez-19 = 100**



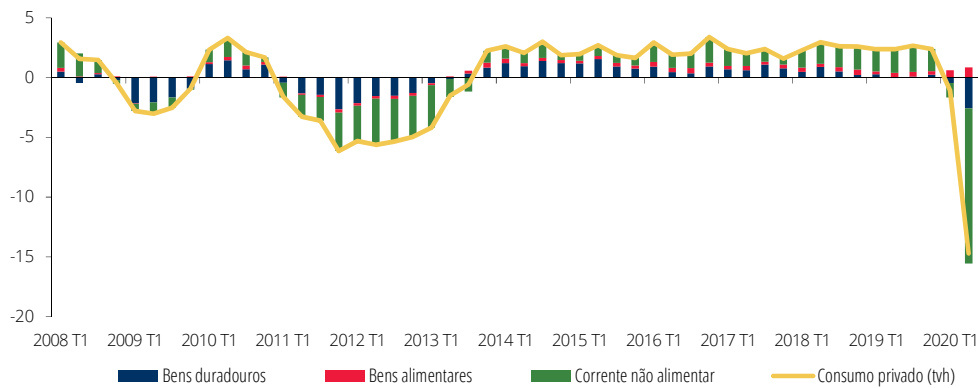
Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Valores deflacionados, ajustados de efeitos de calendário e de sazonalidade. As Atividades postais de courier correspondem a atividades de recolha, tratamento, transporte e distribuição, nacional e internacional de envios postais por empresas não sujeitas a obrigações de serviços universal.

**Gráfico I.6.2 • Volume de negócios no comércio a retalho | Índice dez-19 = 100**



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: (\*) A designação completa da rubrica é Computadores, equipamentos de telecomunicações, livros e outros produtos em estabelecimentos especializados; A rubrica Outros inclui bens não alimentares em estabelecimentos não especializados, produtos farmacêuticos, médicos, cosméticos e de higiene e produtos não alimentares por correspondência, Internet e outros meios; valores deflacionados, ajustados de efeitos de calendário e de sazonalidade.

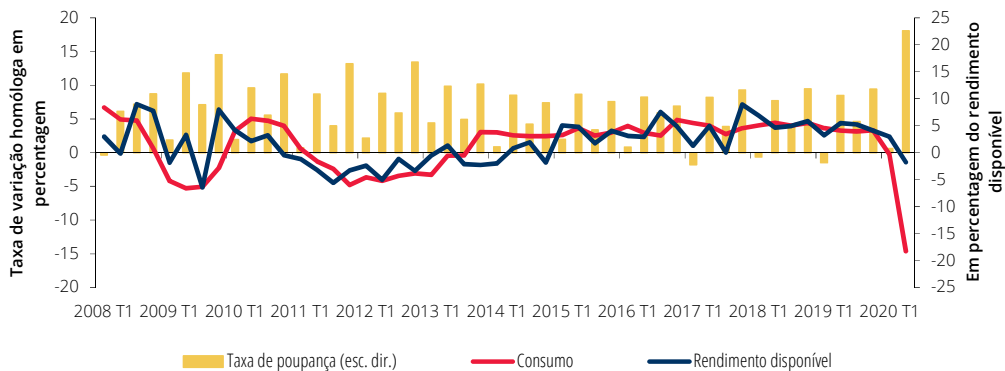
**Gráfico I.6.3 • Decomposição do consumo privado | Taxa de variação homóloga em percentagem e contributos em pontos percentuais**



Fonte: INE. | Nota: Na decomposição apresentada, o consumo corrente não alimentar inclui as despesas de consumo final das Instituições Sem Fim Lucrativo ao Serviço das Famílias.

A queda do consumo no primeiro semestre, a par de uma relativa estabilização do rendimento disponível, refletiu-se num aumento muito significativo da taxa de poupança (Gráfico I.6.4). Traduziu-se também num reforço assinalável do saldo dos depósitos dos particulares junto de bancos residentes, sobretudo a partir de março (Capítulo 3). O aumento da poupança é explicado essencialmente por dois fatores. As medidas de distanciamento social impossibilitaram o consumo de uma grande parte do cabaz de despesa habitual das famílias, levando a uma poupança forçada ou involuntária. Adicionalmente, a elevada incerteza quanto à situação económica levou também a um aumento da poupança por motivo de precaução. De referir que a redução do rendimento disponível no segundo trimestre foi mitigada pelas medidas de apoio ao emprego e rendimento, destacando-se o impacto do *layoff* simplificado (Secção 2.3. da Parte III).

**Gráfico I.6.4 • Taxa de poupança, consumo nominal e rendimento disponível nominal**



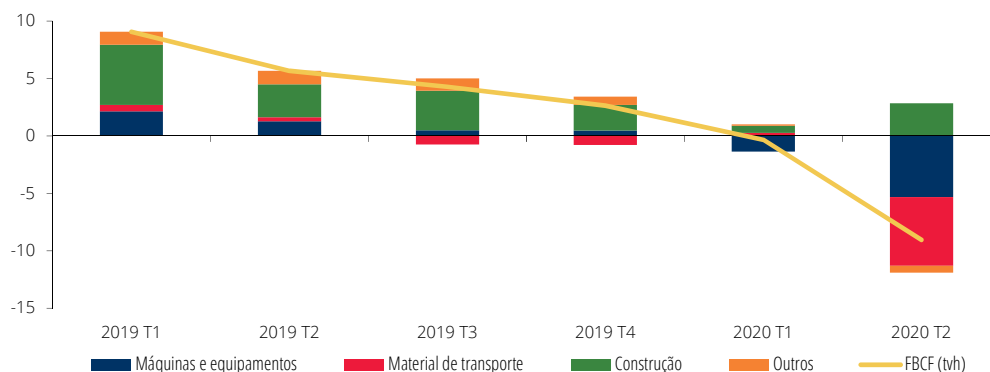
Fonte: INE. | Notas: Dados nominais das contas trimestrais por setor institucional, não ajustados de sazonalidade ou de efeitos de calendário. Para uma melhor leitura do efeito da pandemia, consideram-se os valores para o trimestre, em detrimento dos valores anuais terminados no trimestre de referência. Os pagamentos dos subsídios de férias (que podem ocorrer no 2.º ou no 3.º trimestre) e dos subsídios de Natal (geralmente no 4.º trimestre) influenciam fortemente o comportamento da taxa de poupança. Por esta razão, a taxa de poupança no 1.º trimestre de cada ano é a mais baixa, podendo mesmo ser negativa.

## ∴ O investimento registou uma queda, com exceção da construção

O quadro de incerteza e de quebra da atividade refletiu-se de forma negativa no investimento, que caiu 6,4% em termos homólogos no primeiro semestre. No entanto, o comportamento

das principais componentes da FBCF foi diferenciado, salientando-se a resiliência da construção (Gráfico I.6.5).

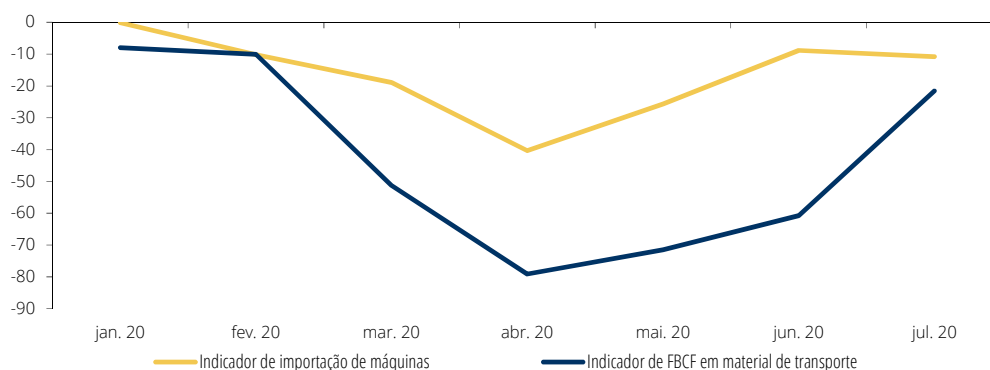
**Gráfico I.6.5 • Decomposição da FBCF | Taxa de variação homóloga em percentagem e contributos em pontos percentuais**



Fonte: INE.

A FBCF em construção registou um abrandamento no primeiro semestre, mas manteve um dinamismo assinalável (crescimento de 3,5% em termos homólogos, que compara com 5,9% na segunda metade de 2019). Em termos trimestrais, observou-se mesmo uma aceleração de 4,7 pp do primeiro para o segundo trimestre. Esta evolução contrasta com a observada em vários países da área do euro, onde o setor foi muito afetado pela pandemia. Para esta evolução diferenciada contribuiu o facto de as medidas do estado de emergência em Portugal não terem imposto a suspensão de obras. Apesar de se ter reduzido, a confiança no setor manteve-se em níveis superiores à média dos últimos 10 anos na primeira metade do ano. Em contraste, a FBCF em máquinas e equipamentos e em material de transporte registou quedas de 13,1% e 32,8% em termos homólogos, respetivamente. No entanto, os indicadores mensais sugerem alguma recuperação deste tipo de investimento no período mais recente (Gráfico I.6.6).

**Gráfico I.6.6 • Indicadores de FBCF em máquinas e equipamentos e em material de transporte | Taxa de variação homóloga em percentagem**



Fontes: ACAP, ARAC e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O indicador de FBCF em material de transporte não é corrigido de sazonalidade ou de efeitos de calendário.

Em termos da FBCF por setor institucional, o impacto da pandemia sobre o investimento das famílias, nomeadamente em habitação, foi limitado. O investimento público manteve um crescimento

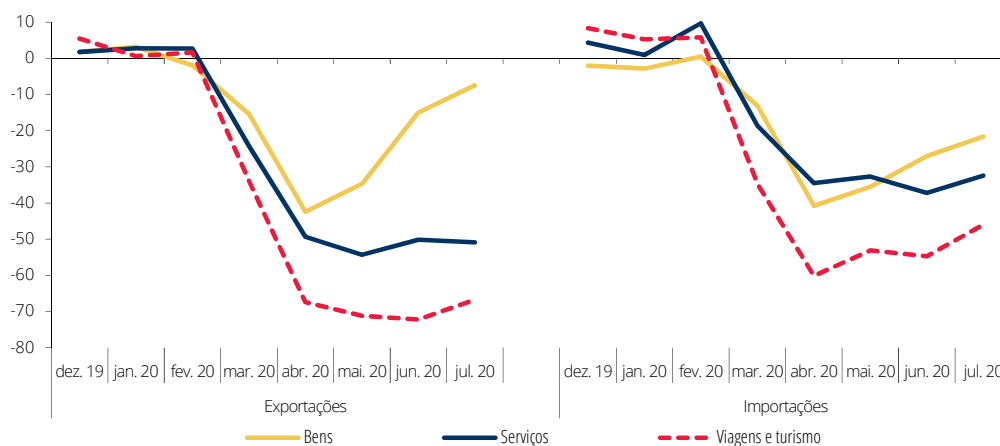
dinâmico, beneficiando em parte do aumento de recebimentos de fundos europeus associado ao fim do atual período de programação (Capítulo 8). Em contraste, a FBCF empresarial reduziu-se, refletindo um adiamento de projetos de investimento num contexto incerteza e de redução das vendas das empresas, com consequências sobre a rentabilidade e a liquidez.

## Fluxos comerciais com o exterior caíram, em particular as exportações

As exportações caíram 21,9% em termos homólogos no primeiro semestre de 2020, o que compara com um crescimento de 4,2% no segundo semestre de 2019. Esta evolução reflete o enfraquecimento da procura externa dirigida à economia portuguesa, associado à redução da atividade mundial e às disrupções nas cadeias de abastecimento globais (Capítulo 2), bem como as perturbações na produção interna induzidas pelas medidas de contingência. Adicionalmente, os constrangimentos às viagens internacionais implicaram uma redução drástica das exportações de turismo (Secção 3.3 da Parte III).

As exportações de bens registaram uma queda de 15,6% em termos homólogos, após um crescimento de 3,5% no segundo semestre de 2019. Nos serviços, a redução foi mais marcada, refletindo a queda de 47,4% da componente de exportações de turismo. Ao contrário das exportações de bens, que recuperaram ao longo do segundo trimestre, as exportações de serviços mantiveram-se em níveis muito baixos (Gráfico I.6.7).

**Gráfico I.6.7 • Fluxos comerciais com o exterior | Taxa de variação homóloga em percentagem**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: Dados nominais de comércio internacional e da balança de serviços ajustados de efeitos de calendário e de sazonalidade.

As importações totais caíram igualmente, embora a queda tenha sido de magnitude inferior à das exportações, refletindo o diferencial na evolução dos serviços e o seu peso diferenciado nos dois fluxos. Em 2019, os serviços pesavam 32% nas exportações e 17% nas importações.

As importações de bens reduziram-se 14,2% em termos homólogos, enquanto a queda nos serviços foi de 21,9% (aumentos de 3,3% e 9,2%, respetivamente, na segunda metade de 2019). A redução das importações de bens e serviços refletiu a evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados das diversas componentes. Contudo, a elasticidade das importações face à procura global foi inferior à média histórica, o que tende a acontecer em períodos de contração da atividade, evidenciando uma relativa rigidez das importações.



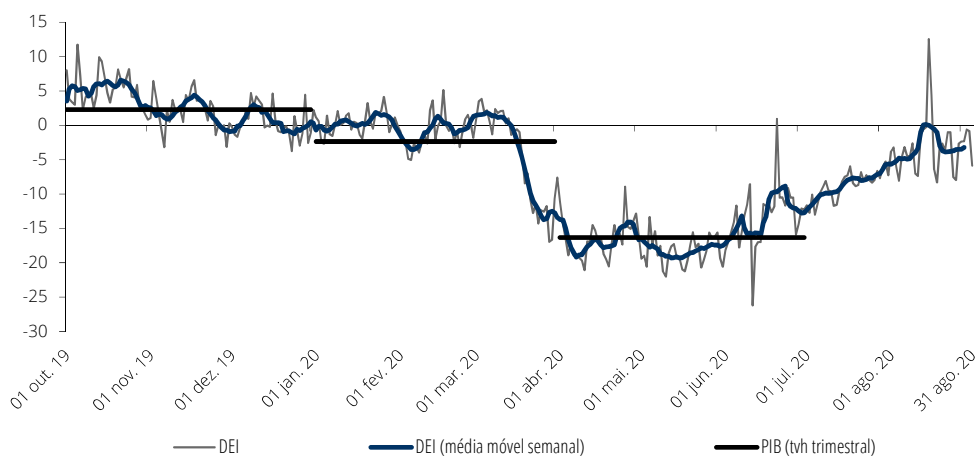
### Caixa 1 • A evolução da atividade económica em Portugal durante a pandemia numa frequência diária

As disrupções causadas pelo surto de SARS-CoV-2 na economia global tornaram premente a necessidade de usar dados de alta frequência para informar as respostas de política económica. Estes dados têm a vantagem de serem divulgados com um curto desfasamento face ao período de referência, possibilitando a identificação de alterações na atividade económica de forma atempada.

Esta caixa documenta a evolução da atividade económica em Portugal desde o início da pandemia utilizando o indicador diário de atividade económica (DEI) recentemente apresentado em Lourenço e Rua (2020).<sup>1</sup> Este indicador procura cobrir diversas dimensões da economia, sumariando a informação das seguintes variáveis diárias: tráfego rodoviário de veículos comerciais pesados nas autoestradas, consumo de eletricidade e de gás natural, carga e correio desembarcados nos aeroportos nacionais e compras efetuadas com cartões em Portugal por residentes e não residentes.

Segundo o DEI, a atividade económica registou uma redução pronunciada a 12 de março, quando foi declarado o estado de alerta (Gráfico C1.1). Esta redução acentuou-se no seguimento da declaração do estado de emergência a 18 de março e da consequente imposição de constrangimentos ao normal funcionamento de diversas atividades. Entre a primeira quinzena de abril e o final de maio, o indicador sugere quedas da atividade muito acentuadas (em média, -17,4% em termos homólogos, em abril e maio). A partir do início de junho, o DEI evidencia uma trajetória globalmente ascendente.

**Gráfico C1.1 • Atividade económica durante a pandemia numa frequência diária | Taxa de variação homóloga em percentagem**



Fonte: Lourenço e Rua (2020). | Notas: O DEI está normalizado de tal forma que a sua média trimestral tenha a mesma média e desvio-padrão da taxa de variação homóloga trimestral do PIB nos últimos anos. No cálculo do indicador consideram-se dados até 31 de agosto de 2020, com exceção da informação relativa à carga e correio desembarcados, cuja última observação é 31 de julho de 2020.

1. Ver Lourenço e Rua (2020), "The DEI: tracking economic activity daily during the lockdown", *Working Paper* No. 13, Banco de Portugal.

## 7 Preços

### A taxa de inflação manteve-se baixa no primeiro semestre de 2020

A crise desencadeou efeitos complexos sobre os preços no consumidor. Em primeiro lugar, esta crise combina choques sobre a procura e a oferta de sinal oposto sobre os preços e heterogéneos em termos setoriais. Do lado da procura, o confinamento, os receios de contágio, a deterioração da situação financeira das famílias e a incerteza têm um impacto descendente sobre os preços. Do lado da oferta, a pandemia causa constrangimentos na produção e disrupções na distribuição. Adicionalmente, os produtores enfrentam custos associados a medidas sanitárias de implementação obrigatória. Estes fatores têm um impacto ascendente sobre os preços. Em segundo lugar, a pandemia e as medidas de contenção contribuem para alterações no cabaz de consumo das famílias, o que pode refletir-se em variações nos preços relativos. Por fim, ao longo do segundo trimestre surgiram constrangimentos na recolha de alguns preços que obrigaram ao recurso à imputação de preços, o que deve ser tido em conta na leitura das estatísticas de inflação.

No primeiro semestre de 2020, a taxa de inflação, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se em 0,2%, um aumento de 0,3 pp face ao semestre anterior (Quadro I.7.1). O ligeiro aumento da inflação refletiu a aceleração dos preços dos bens alimentares – em particular, dos não transformados – e dos serviços, onde se destaca a evolução da subcomponente de serviços hoteleiros, que tinha registado uma redução homóloga no semestre anterior. Estas evoluções foram contrabalançadas pela queda mais acentuada dos preços dos bens industriais, em particular dos bens energéticos, associada à queda abrupta do preço do petróleo nos mercados internacionais (variação homóloga de -36,2%) (Capítulo 2). Excluindo alimentares e energéticos, a inflação manteve-se inalterada em 0,1% na primeira metade de 2020.

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

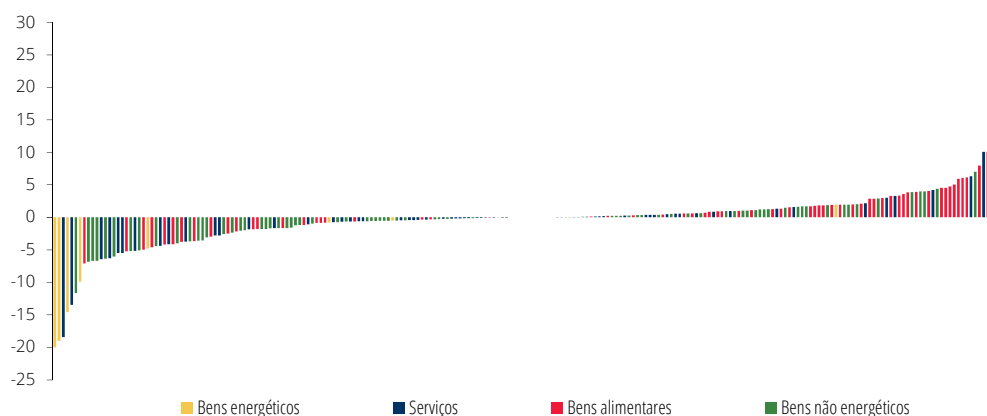
	Pesos em 2019	Taxa de variação anual			Taxa de variação homóloga					
		2017	2018	2019	2019 S1	2019 S2	2020 S1	2019 T4	2020 T1	2020 T2
Total	100,0	1,6	1,2	0,3	0,7	-0,1	0,2	0,2	0,5	-0,2
Bens	56,4	0,9	0,5	-0,3	0,1	-0,6	-0,8	-0,5	-0,1	-1,5
Alimentares	22,6	1,7	1,0	0,6	0,8	0,4	1,8	0,5	1,0	2,6
Não transformados	6,2	2,2	1,3	0,2	0,5	-0,1	4,4	0,4	2,4	6,4
Transformados	16,3	1,6	0,8	0,7	0,9	0,6	0,9	0,5	0,5	1,2
Industriais	33,8	0,3	0,2	-0,9	-0,4	-1,3	-2,6	-1,2	-0,9	-4,2
Não energéticos	26,3	-0,8	-1,1	-0,6	-0,4	-0,8	-1,9	-0,8	-1,2	-2,7
Energéticos	7,5	3,7	4,8	-1,7	-0,5	-2,9	-4,8	-2,5	0,2	-9,6
Serviços	43,6	2,5	2,1	1,1	1,5	0,6	1,4	1,1	1,3	1,5
<i>Por memória:</i>										
Total excluindo energéticos	92,5	1,4	0,9	0,5	0,8	0,2	0,6	0,4	0,5	0,6
Total excluindo alimentares e energéticos	69,9	1,2	0,8	0,4	0,8	0,1	0,1	0,4	0,1	-0,1
Total excluindo alimentares, energéticos e componentes voláteis associadas com o turismo	64,7	0,6	0,4	0,5	0,8	0,3	-0,2	0,3	0,1	-0,4
Total excluindo preços administrados	89,7	1,6	1,1	0,3	0,7	-0,1	0,3	0,3	0,7	-0,1
IPC		1,4	1,0	0,3	0,6	0,0	0,1	0,3	0,4	-0,3
IHPC – Área do euro		1,5	1,8	1,2	1,4	1,0	0,7	1,0	1,1	0,2

Fontes: INE e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As componentes voláteis associadas com o turismo incluem as rubricas de serviços de férias organizadas e alojamento (peso de 4,4% no IHPC total) e voos domésticos e internacionais (peso de 0,9%).

Ao longo do semestre, a taxa de inflação reduziu-se de 0,5% no primeiro trimestre para -0,2% no segundo trimestre. Esta redução deveu-se à evolução dos preços dos bens energéticos, mas foi parcialmente compensada pela dinâmica dos preços dos bens alimentares, com especial enfoque para os bens alimentares não transformados.

No segundo trimestre ocorreram alterações significativas nos preços relativos, mais acentuadas do que o habitual. Enquanto num extremo da distribuição se observam quedas drásticas dos preços de bens como os combustíveis, no extremo oposto encontram-se bens afetos à alimentação e aos serviços de transporte (Gráfico I.7.1). Para o aumento dos preços dos bens alimentares deverá ter contribuído a rigidez e o aumento (temporário) da procura por este tipo de bens – em parte devido à substituição de serviços de restauração por refeições confeccionadas em casa – assim como o aumento de custos de produção e distribuição devido a diversas restrições operacionais. Relativamente aos serviços de transporte, as variações estão associadas à redução substancial dos preços dos passes dos transportes públicos no segundo trimestre de 2019.

**Gráfico I.7.1 • Variação dos preços dos itens do IHPC: diferença entre a evolução homóloga dos preços no segundo e no primeiro trimestre | Pontos percentuais**



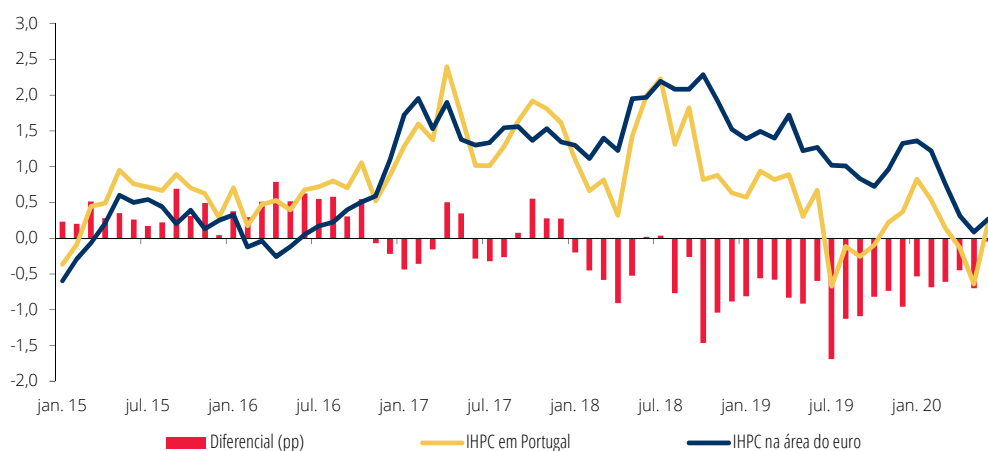
Fontes: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Esta análise inclui 224 itens.

Como referido, um efeito adicional da pandemia foi a criação de constrangimentos na recolha de alguns preços. Estes constrangimentos afetaram mais a evolução dos preços dos serviços no segundo trimestre, em particular de itens relacionados com a atividade turística (que pesam 11,9% no agregado de serviços e 5,2% no IHPC total). A recolha de preços foi mais afetada em abril, mês em que o peso dos itens imputados no total do IHPC foi de cerca de 43%. A partir de maio, observou-se uma diminuição progressiva do número de itens com preços imputados, pelo que, em junho, o seu peso reduziu-se para cerca de 15%.

### ∴ Redução do diferencial negativo da inflação face à área do euro

Ao longo do primeiro semestre, tanto a inflação total como a inflação subjacente (excluindo bens energéticos e alimentares) apresentaram um perfil semelhante em Portugal e na área do euro (Gráfico I.7.2). Neste período, a taxa de inflação na área do euro reduziu-se para 0,7% (1%, no segundo semestre de 2019). Assim, observou-se uma redução do diferencial negativo da inflação face à área do euro, de -1,1 pp para -0,5 pp.

**Gráfico I.7.2 • Inflação em Portugal e na área do euro | Taxa de variação homóloga em percentagem e diferencial em pontos percentuais**



Fontes: Eurostat e INE.

### ⋮ Redução das expectativas da inflação a curto e a longo prazo

As previsões da Consensus Economics para a inflação no ano corrente e para 2021 reduziram-se ao longo do semestre, de 0,8% em janeiro para 0% em junho para 2020 e de 1,2% em janeiro para 0,7% em junho para 2021. Verificaram-se revisões semelhantes na área do euro. As previsões da Consensus para horizontes mais alargados também foram ajustadas em baixa para Portugal no primeiro semestre de 2020, em particular nos prazos de três a cinco anos. As previsões a dez anos mantiveram-se relativamente estáveis em torno dos valores observados em anos recentes, o que também se observou na área do euro (Capítulo 2).

## 8 Balança de pagamentos

### · Deterioração do saldo da balança corrente associado à diminuição das exportações de viagens e turismo

O saldo da balança corrente e de capital deteriorou-se no primeiro semestre de 2020, atingindo -2% do PIB, o que compara com um saldo de -1,6% no período homólogo. Este saldo tem perfil sazonal, com valores inferiores na primeira metade do ano, refletindo em larga medida o comportamento da balança de viagens e turismo.

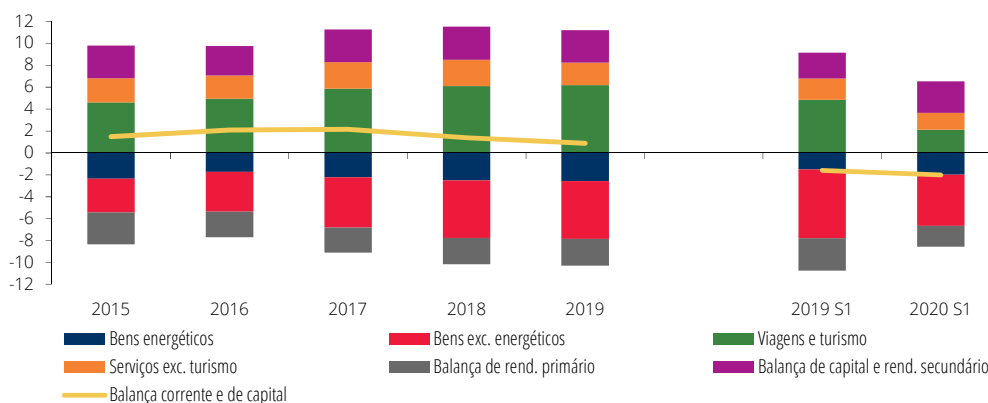
**Quadro I.8.1 • Balança de pagamentos | Percentagem do PIB**

	2017	2018	2019	2019 S1	2020 S1
<b>Balança corrente e de capital</b>	2,2	1,4	0,9	-1,6	-2,0
Balança corrente	1,3	0,4	-0,1	-2,2	-3,1
Balança de bens e serviços	1,5	0,7	0,4	-1,0	-3,0
Bens	-6,8	-7,8	-7,8	-7,8	-6,7
Energéticos	-2,2	-2,5	-2,6	-1,5	-2,0
Outros bens	-4,6	-5,3	-5,3	-6,3	-4,7
Serviços	8,3	8,5	8,2	6,8	3,7
Viagens e turismo	5,9	6,1	6,2	4,8	2,1
Outros serviços	2,4	2,4	2,1	2,0	1,5
Balança de rendimento primário	-2,3	-2,4	-2,5	-3,0	-1,9
Balança de rendimento secundário	2,1	2,0	2,0	1,7	1,8
Balança de capital	0,9	1,0	1,0	0,6	1,1
<b>Balança financeira</b>	2,2	1,5	1,1	-1,8	-2,5
Erros e omissões	0,0	0,2	0,2	-0,2	-0,5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

A evolução do saldo da balança corrente e de capital deveu-se à diminuição acentuada do excedente da balança de serviços (Gráfico I.8.1), que contrasta com uma melhoria dos saldos das restantes componentes.

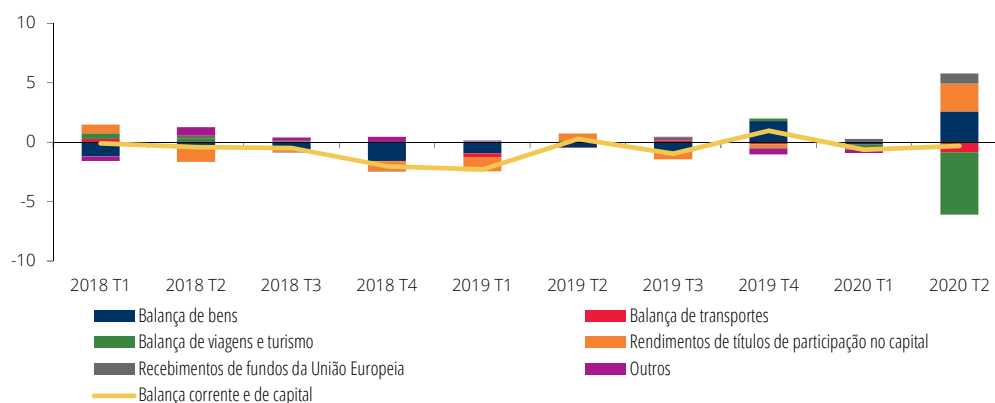
**Gráfico I.8.1 • Decomposição do saldo da balança corrente de capital | Percentagem do PIB**



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

A pandemia está a ter impactos no comércio global e nas transações financeiras internacionais (Capítulo 2). A balança de pagamentos refletiu as reduções acentuadas dos fluxos comerciais de bens e serviços e a maior volatilidade dos fluxos financeiros. Neste contexto, no segundo trimestre de 2020 registaram-se variações homólogas acentuadas de diversas componentes da balança corrente e de capital (Gráfico I.8.2).

**Gráfico I.8.2 • Variação homóloga dos saldos da balança corrente e de capital | Pontos percentuais do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

O excedente da rubrica viagens e turismo reduziu-se de 4,8% do PIB no primeiro semestre de 2019 para 2,1% do PIB, refletindo o colapso das receitas das exportações de turismo a partir de março (Secção 3.3 da Parte III). Na balança de outros serviços registou-se uma redução do saldo da rubrica de transportes, de 1,4% do PIB para 1,0%.

O menor défice da balança de bens no primeiro semestre refletiu um efeito volume positivo – devido a uma queda em volume das importações superior à das exportações – e um significativo ganho de termos de troca, associado à forte queda do preço do petróleo nos mercados internacionais (Gráfico I.8.3). A forte redução da atividade económica global implicou uma quebra abrupta da procura externa dirigida aos exportadores portugueses (Capítulo 2). No entanto, a redução da procura interna foi também muito marcada – em particular, de componentes com um conteúdo importado elevado – o que, combinado com a queda dos fornecimentos externos para as exportações e a disrupção das cadeias de valor global, se traduziu numa redução acentuada das importações reais de bens (Capítulo 6).

### Diminuição do défice da balança de rendimento primário e aumento do excedente das balanças de rendimento secundário e de capital

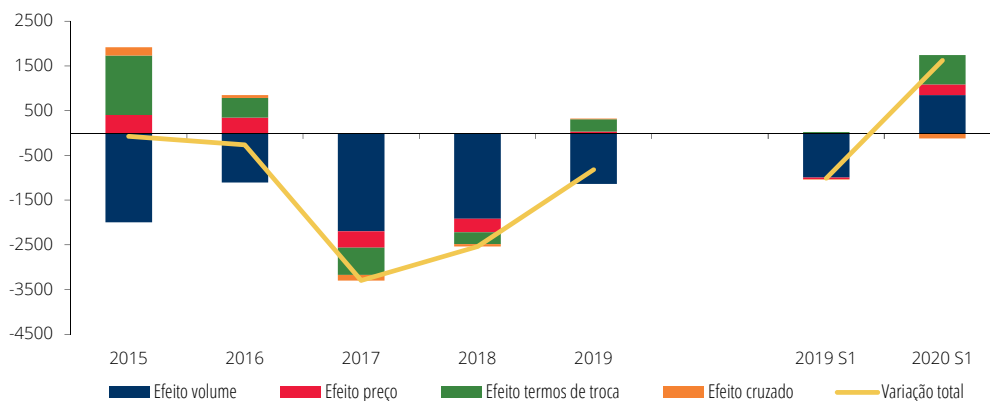
O défice da balança de rendimento primário reduziu-se no primeiro semestre de 2020 com a diminuição expressiva dos dividendos pagos por entidades residentes ao exterior.

O saldo da balança de rendimento secundário registou um aumento em percentagem do PIB de 0,1 pp, apresentando um saldo de 1,8% do PIB devido à evolução das transferências privadas, incluindo do saldo de remessas de emigrantes/imigrantes.

O saldo da balança de capital em percentagem do PIB foi de 1,1%, mais 0,5 pp do que o observado na primeira metade de 2019, sobretudo devido às maiores entradas de fundos da UE,

relativos essencialmente ao FEDER e ao FSE, e a um efeito-base relativo às aquisições de licenças de emissão de dióxido de carbono efetuado no ano anterior.

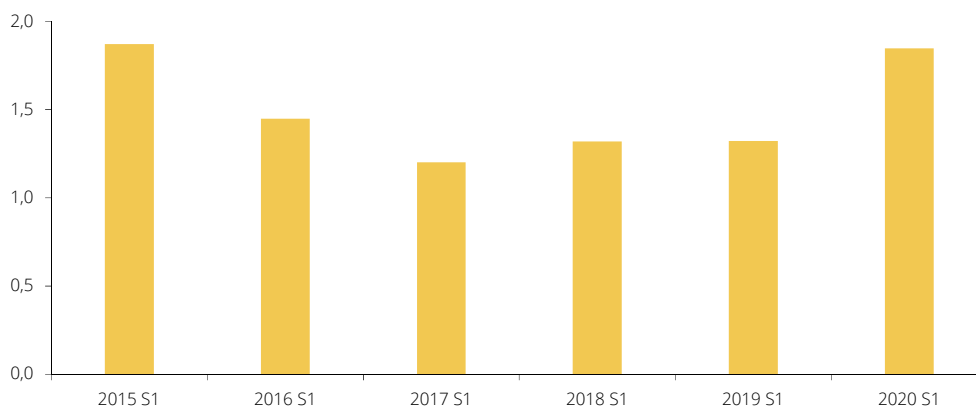
**Gráfico I.8.3 • Decomposição da variação do saldo da balança de bens | Milhões de euros**



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

No conjunto, o saldo das transferências com a UE – que são registadas na balança de rendimento primário e secundário e na balança de capital – aumentou de 0,2% do PIB no primeiro semestre do ano anterior para 0,7% na primeira metade de 2020, refletindo um aumento do ritmo dos recebimentos face aos últimos anos, característico da fase final dos períodos de programação dos fundos europeus (Gráfico I.8.4).<sup>2</sup>

**Gráfico I.8.4 • Recebimentos de fundos da União Europeia | Percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

2. Para mais detalhes acerca do impacto dos fundos da União Europeia na Balança de pagamentos, ver Caixa 2 "Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva" do *Boletim Económico* de março de 2019.

## A economia portuguesa foi recetora líquida de fundos na primeira metade de 2020

A necessidade de financiamento da economia do primeiro semestre de 2020 traduziu-se numa entrada líquida de fundos na economia, ou seja, num saldo negativo da balança financeira no primeiro semestre de 2020. O financiamento externo foi superior à aquisição de ativos emitidos por não residentes, em maior grau do que no mesmo período do ano anterior.

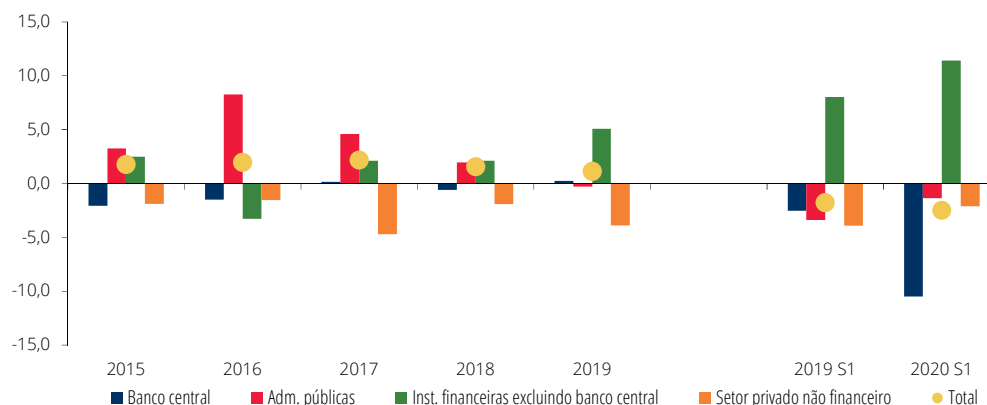
Por setor institucional, a entrada de fundos na economia ocorreu através de um aumento dos passivos do TARGET mais significativo do que o observado no período homólogo devido ao aumento da compra de ativos no âmbito da implementação da política monetária do BCE.

As administrações públicas também aumentaram os seus passivos líquidos, o que se deveu essencialmente ao investimento de não residentes em obrigações do tesouro que, apesar das significativas vendas ao Banco de Portugal ao abrigo dos programas de compras de ativos do BCE, mantiveram um investimento líquido positivo.

As sociedades não financeiras foram recetoras líquidas de fundos no primeiro semestre de 2020, embora em menor grau que no período homólogo. Este setor obteve um menor fluxo de financiamento no primeiro semestre de 2020 face ao observado no período homólogo, nomeadamente no que diz respeito ao investimento direto, continuando a ser relevante a componente de investimento imobiliário. Ao nível do outro investimento, assistiu-se a uma amortização líquida de empréstimos e à redução de créditos comerciais. O investimento das sociedades não financeiras no exterior foi menor do que o observado no período homólogo.

As instituições financeiras (excluindo o banco central) foram o único setor que aumentou as aplicações líquidas no exterior neste período, continuando a adquirir títulos de dívida pública estrangeira (Gráfico I.8.5).

**Gráfico I.8.5 • Saldo da balança financeira, total e por setor institucional | Percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: Um sinal positivo (negativo) corresponde a uma saída (entrada) líquida de fundos na economia portuguesa. As saídas de fundos podem resultar de aquisições líquidas de ativos externos e de amortizações de passivos externos. As entradas de fundos correspondem à venda de ativos externos ou ao aumento de passivos externos na posse de não residentes.

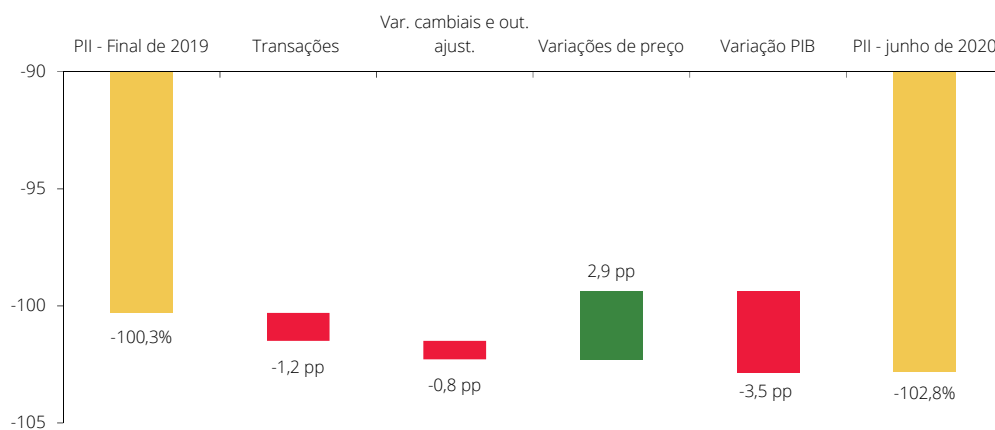
## Deterioração da posição de investimento internacional em percentagem do PIB

A posição de investimento internacional (PII) de Portugal em percentagem do PIB deteriorou-se, passando de -100,3% no final de 2019 para -102,8% em junho de 2020. Esta evolução deveu-se



sobretudo à queda observada no PIB no primeiro semestre e, em menor grau, à necessidade de financiamento observada neste período. Estes fatores foram parcialmente compensados por um efeito positivo associado a variações de preços, em particular, uma valorização do ouro monetário e uma desvalorização do capital das sociedades não financeiras detido por não residentes (Gráfico I.8.6).

**Gráfico I.8.6 • Posição de investimento internacional de Portugal | Percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Nota: As barras a vermelho traduzem contributos para uma PII mais negativa e a barra a verde um contributo para uma PII menos negativa.





---

## II Projeções para a economia portuguesa em 2020



A evolução da economia portuguesa em 2020 é dominada pelos efeitos da pandemia de COVID-19. A crise de saúde pública e as necessárias medidas de contenção conduziram a uma redução da atividade de 9,4% em termos homólogos na primeira metade do ano. Esta evolução foi comum à generalidade das economias em todo o mundo. A contração foi mitigada pelas decisões de política monetária e orçamental de resposta à crise. Para o segundo semestre de 2020 espera-se uma recuperação da atividade, que se traduz numa variação homóloga de -6,8%, com heterogeneidade setorial, enquadrada pelo gradual levantamento das medidas de contenção e pelas medidas de política económica. Esta recuperação será parcial, projetando-se um aumento da subutilização dos recursos produtivos em 2020, incluindo no mercado de trabalho. A inflação permanecerá contida em torno de 0%.

As características únicas da atual crise – choque exógeno desencadeado pela disseminação do vírus à escala mundial, perturbação das cadeias de abastecimento internas e externas, pacote de políticas de resposta à crise de saúde pública e económica sem precedentes, alterações no comportamento dos agentes e ambiente de elevada incerteza – tornam os exercícios de projeção difíceis. As atuais projeções assumem como hipótese central um relativo controlo da doença, em Portugal e nos seus parceiros comerciais, que permitirá a continuação da dissipação gradual do impacto económico direto da pandemia na segunda metade de 2020. Contudo, as projeções têm um grau de incerteza superior ao habitual, que permanecerá elevado até à existência de uma solução médica para a doença.

**Quadro 1 • Projeções do Banco de Portugal para 2020 | Taxa de variação homóloga, percentagem (exceto onde indicado)**

	Pesos 2019	BE outubro 2020					BE junho 2019		
		2018	2019	2020 <sup>(p)</sup>	2020 S1	2020 S2 <sup>(p)</sup>	2018	2019	2020 <sup>(p)</sup>
Produto interno bruto	100,0	2,8	2,2	-8,1	-9,4	-6,8	2,6	2,2	-9,5
Consumo privado	63,9	2,6	2,4	-6,2	-7,9	-4,5	2,9	2,2	-8,9
Consumo público	16,9	0,6	0,7	1,2	-1,4	3,7	0,9	1,1	0,6
Formação bruta de capital fixo	18,2	6,2	5,4	-4,7	-4,7	-4,8	5,8	6,3	-11,1
Procura interna	99,8	3,2	2,7	-5,0	-6,6	-3,4	3,1	2,8	-8,2
Exportações	43,5	4,1	3,5	-19,5	-21,9	-17,1	4,5	3,7	-25,3
Importações	43,3	5,0	4,7	-12,4	-15,6	-9,3	5,7	5,2	-22,4
Contributo para o crescimento do PIB, líquido de importações (em pp) <sup>(a)</sup>									
Procura interna		1,8	1,5	-2,6	-3,6	-1,6	1,6	1,5	-3,2
Exportações		1,1	0,7	-5,5	-5,8	-5,2	1,0	0,7	-6,2
Emprego <sup>(b)</sup>		2,3	0,8	-2,8			2,3	0,8	-4,5
Taxa de desemprego (%)		7,0	6,5	7,5			7,0	6,5	10,1
Balança corrente e de capital (% PIB)		1,4	0,9	-0,6			1,4	0,9	0,3
Balança de bens e serviços (% PIB)		0,7	0,4	-1,9			0,7	0,4	-0,5
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,2	0,3	0,0			1,2	0,3	0,1

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 2017. Para mais informações sobre a metodologia subjacente a este cálculo, ver a Caixa “Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa” do *Boletim Económico* de março de 2019. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

## Queda pronunciada da atividade em 2020, com recuperação na segunda metade do ano

A atividade na economia portuguesa cairá de forma acentuada em 2020, com uma redução do PIB de 8,1%, o que traduz uma revisão em alta face ao *Boletim Económico* de junho. A revisão resulta da incorporação das Contas Nacionais Trimestrais, que revelaram que a queda da atividade no segundo trimestre de 2020, não obstante a severidade, não foi tão profunda quanto antecipado.

Na área do euro, de acordo com as projeções do BCE, o PIB deverá diminuir 8,0% em 2020, o que corresponde a uma redução na atividade também inferior à anteriormente projetada. Esta revisão reflete igualmente um resultado melhor do que o esperado para a evolução da atividade no segundo trimestre do ano.

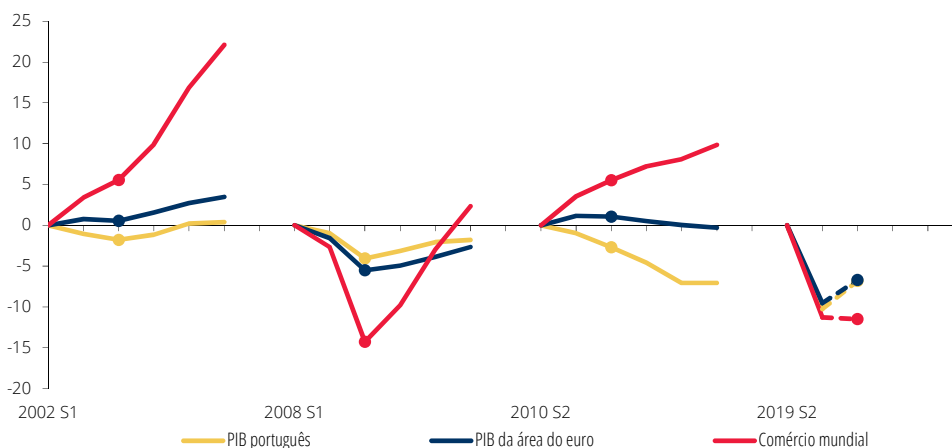
A redução do PIB projetada para 2020 reflete a forte queda observada no primeiro semestre, antecipando-se uma recuperação da atividade na segunda metade do ano. A generalidade dos indicadores de frequência mais elevada disponíveis até 25 de setembro sugere uma retoma gradual da atividade desde maio até ao terceiro trimestre, que acompanha o levantamento progressivo das medidas de contenção da pandemia e reflete a resposta de política monetária e orçamental. Adicionalmente, projeta-se a manutenção deste cenário de recuperação até ao final do ano, em Portugal e nos seus parceiros comerciais, embora a um ritmo gradualmente menor ao longo do semestre.

No final do ano a atividade ainda deverá ser inferior à observada no final de 2019. A natureza parcial da recuperação resulta da manutenção de restrições à atividade em alguns setores, da redução da capacidade produtiva e do clima de elevada incerteza, que reforça a adoção de comportamentos de aversão ao risco.

### • Forte redução da atividade mundial, com recuperação na segunda metade do ano

A pandemia de COVID-19 desencadeou um choque exógeno sem precedentes na atividade económica mundial (Gráfico 1). No primeiro semestre de 2020 verificou-se uma contração forte e sincronizada da economia mundial, acompanhada pela queda abrupta do comércio mundial. De acordo com as hipóteses de enquadramento do exercício de projeção do BCE, com data de fecho das hipóteses técnicas de 18 de agosto, assume-se a recuperação parcial e gradual da atividade e das trocas globais no segundo semestre do ano. A procura externa dirigida a Portugal acompanhará o perfil dos fluxos de comércio mundial, projetando-se ainda assim uma queda de 13,3% no ano (Quadro 2).

**Gráfico 1 • Evolução do PIB português e da área do euro e do comércio mundial em períodos de recessão | Variações acumuladas, percentagem**



Fontes: Banco de Portugal, BCE e INE. | Notas: Em cada um dos quatro períodos recessivos apresentados no gráfico, o semestre inicial assinalado no eixo das abcissas corresponde ao período que inclui o trimestre em que se atingiu o nível máximo da atividade em Portugal, imediatamente antes do início da crise. As variações são acumuladas face ao momento inicial, correspondendo à taxa de variação do nível em cada semestre face ao semestre inicial. As projeções estão assinaladas a tracejado. Os círculos assinalam o segundo semestre após o início da crise nos vários períodos recessivos, o que corresponde ao segundo semestre de 2020 na crise atual.

Em abril, o preço do petróleo caiu quase 70% face ao período homólogo, com a queda abrupta da atividade económica e do comércio mundial, que originou uma elevada acumulação involuntária de existências no final de março e início de abril. Posteriormente, o preço do petróleo tem vindo a recuperar, embora permanecendo abaixo do observado em 2019. A queda do preço do petróleo em euros é ligeiramente ampliada pela apreciação do euro face ao dólar de 1,7%, em termos médios anuais.

## ⋮ Crise pandémica com perfil vincado

A atual crise tem um perfil temporal vincado, muito influenciado pela rapidez na propagação do vírus e pela celeridade das decisões de política em resposta à crise de saúde pública e económica. A queda observada no primeiro semestre de 2020 foi mais pronunciada do que nas recessões mais recentes e a recuperação parcial antecipada para a segunda metade do ano também é mais marcada e rápida do que nos episódios passados de crise (Gráfico 2).

### Quadro 2 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE outubro 2020		BE junho 2020	
		2019	2020	2019	2020
Enquadramento internacional					
PIB mundial	tva	2,8	-4,2	2,8	-4,5
Comércio mundial	tva	0,6	-11,4	0,7	-12,7
Procura externa	tva	1,9	-13,3	1,6	-15,1
Preço do petróleo em dólares	vma	64,0	42,8	64,0	36,0
Preço do petróleo em euros	vma	57,2	37,6	57,2	33,1
Condições monetárias e financeiras					
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	-1,5	3,4	-1,6	-0,3
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,12	1,14	1,12	1,09

Fontes: Eurosystema, (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma - valor médio anual. A hipótese técnica para o preço do petróleo assenta nos mercados de futuros. A evolução da taxa EURIBOR a 3 meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros. A taxa de juro implícita da dívida pública portuguesa 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 projeção para a taxa de juro implícita da dívida baseia-se numa estimativa que inclui hipóteses para as taxas de juro associadas às novas emissões. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. A partir da atual publicação, o índice de taxa de câmbio efetiva do euro é calculado face a um grupo de 42 países parceiros. 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.

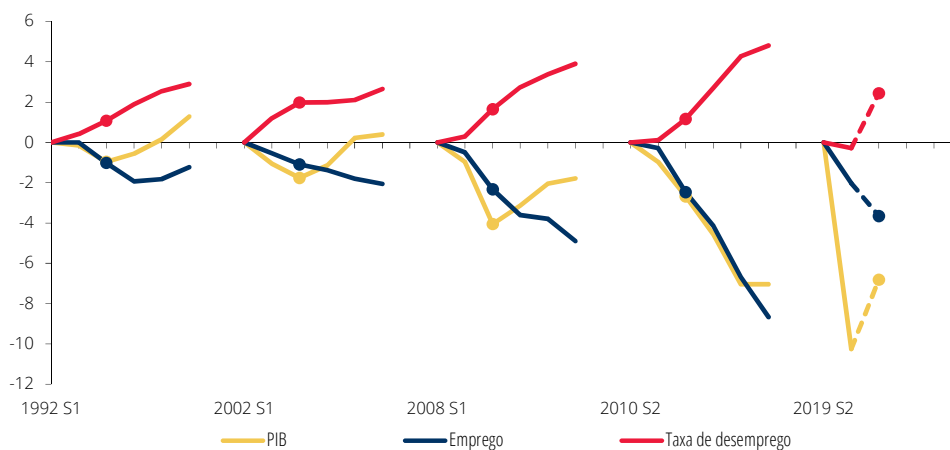
## ⋮ Crise e recuperação marcadas pela heterogeneidade setorial

A redução da atividade no primeiro semestre de 2020 variou entre setores. Na fase de recuperação, antecipa-se que a heterogeneidade setorial se mantenha. Os setores ligados ao turismo e a serviços mais expostos aos contatos pessoais foram mais afetados pelas restrições iniciais da pandemia e perspetiva-se que a sua recuperação seja particularmente lenta, devido à incerteza sobre a resolução do problema sanitário. Em sentido contrário, o setor da construção tem registado uma evolução positiva, permanecendo relativamente insulado dos fortes impactos negativos da crise pandémica noutros setores. O VAB neste setor cresceu 2,2% no primeiro semestre de 2020, esperando-se alguma desaceleração ao longo do ano. Globalmente, o facto de o peso dos setores mais afetados pela

crise ser comparativamente mais elevado na economia portuguesa contribui para uma recuperação mais lenta do que na média da área do euro.

Em resultado das medidas de resposta à crise, antecipa-se um aumento de 1,2% do consumo público em 2020, sendo a única das principais componentes da despesa com um crescimento real no ano.

**Gráfico 2 • Evolução do PIB, emprego e taxa de desemprego em períodos de recessão**  
| Variações acumuladas, percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Em cada um dos cinco períodos recessivos apresentados no gráfico, o semestre inicial assinalado no eixo das abcissas corresponde ao período que inclui o trimestre em que se atingiu o nível máximo da atividade em Portugal, imediatamente antes do início da crise. As variações são acumuladas face ao momento inicial, correspondendo à taxa de variação do nível em cada semestre face ao semestre inicial. No caso da taxa de desemprego são apresentadas variações em pontos percentuais. As projeções estão assinaladas a tracejado. Os círculos assinalam o segundo semestre após o início da crise nos vários períodos recessivos, o que corresponde ao segundo semestre de 2020 na crise atual.

## Medidas de política mitigaram os impactos negativos no mercado de trabalho

A forte contração da atividade em 2020 deverá estar associada a uma queda pronunciada nas horas trabalhadas e a uma redução do emprego de 2,8%. O emprego cai menos do que seria de esperar, face a anteriores períodos de recessão, e é revisto em alta face ao projetado no anterior *Boletim Económico* (Gráfico 2). Os custos de recrutamento e a valorização da experiência acumulada pelos trabalhadores levam as empresas a preferir ajustar a mão-de-obra de forma mais mitigada, sobretudo quando o choque é entendido como temporário. Esta reação mais mitigada do emprego não é alheia às políticas extraordinárias e temporárias de proteção do emprego, com destaque para o *layoff* simplificado e medidas sucedâneas apresentadas no Programa de Estabilização Económica e Social. Ainda assim, as decisões de contratação das empresas continuarão condicionadas pela existência de recursos subutilizados e pela incerteza quanto às perspetivas de procura.

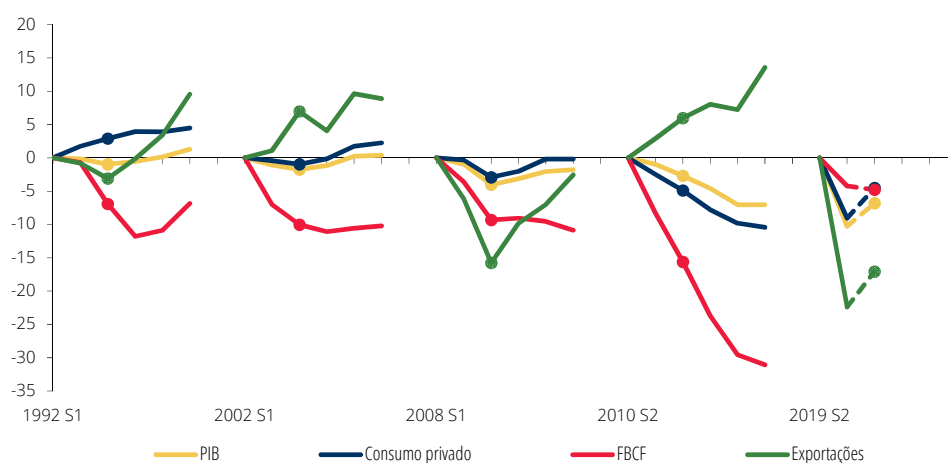
Em 2020, projeta-se um aumento da taxa de desemprego para 7,5%, em termos médios anuais (Gráfico 2); uma revisão em baixa face à divulgada no *Boletim Económico* de junho. A especificidade da crise pandémica implicou uma diminuição da taxa de desemprego no primeiro semestre de 2020, num quadro de uma redução significativa da população ativa. Com a normalização gradual das circunstâncias associadas à pandemia, projeta-se um aumento da taxa de desemprego e da população ativa na segunda metade do ano.



## Alteração da composição do consumo, com recuperação parcial na segunda metade de 2020

A atual crise alterou a composição do consumo das famílias. Num contexto em que o impacto no rendimento disponível foi bastante mitigado, a propagação da doença e as medidas de contenção implementadas levaram as famílias a reduzir de forma significativa a sua despesa e a aumentar a poupança. A forte diminuição do consumo contrasta com a sua habitual evolução mais alisada (Gráfico 3), mesmo na componente não duradoura, que é tipicamente menos volátil. As despesas em atividades de lazer, hotéis, restaurantes, transportes, vestuário e calçado tiveram quedas pronunciadas. As únicas exceções referem-se a despesas em bens essenciais, nomeadamente produtos alimentares.

**Gráfico 3 • Evolução do PIB, consumo privado, FBCF e exportações em períodos de recessão**  
| Variações acumuladas, percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Em cada um dos cinco períodos recessivos apresentados no gráfico, o semestre inicial assinalado no eixo das abcissas corresponde ao período que inclui o trimestre em que se atingiu o nível máximo da atividade em Portugal, imediatamente antes do início da crise. As variações são acumuladas face ao momento inicial, correspondendo à taxa de variação do nível em cada semestre face ao semestre inicial. As projeções estão assinaladas a traçado. Os círculos assinalam o segundo semestre após o início da crise nos vários períodos recessivos, o que corresponde ao segundo semestre de 2020 na crise atual.

A partir de maio verificou-se uma recuperação do consumo. Antecipa-se que esta recuperação se prolongue até ao final de 2020, o que se traduzirá numa variação homóloga de -4,5% no segundo semestre. Esta recuperação será diferenciada por tipo de produto, estando enquadrada pelo levantamento gradual das medidas de contenção, pela manutenção das políticas de salvaguarda do rendimento e pela elevada incerteza, que deverá continuar a condicionar a confiança dos consumidores. O aumento da poupança na primeira metade de 2020 poderá também contribuir para a recuperação do consumo privado na segunda metade do ano. Contudo, a manutenção de um ambiente de incerteza deverá continuar a motivar a poupança por motivos de precaução.

Neste contexto, antecipa-se que o consumo de bens duradouros não automóveis tenha uma recuperação comparativamente mais rápida, refletindo a concretização de compras adiadas e relacionadas com a manutenção de níveis elevados de teletrabalho e ensino à distância. Por seu lado, algumas despesas correntes, como por exemplo as associadas ao lazer, turismo e restauração, deverão recuperar mais lentamente.

O investimento deverá registar uma queda de 4,7% em 2020. Esta evolução é menos negativa do que a observada em períodos recessivos anteriores, o que não deverá ser alheio ao caráter temporário da crise (Gráfico 3). O investimento público mantém um crescimento dinâmico, beneficiando do

aumento dos recebimentos de fundos europeus. O investimento privado deverá cair em 2020, refletindo a evolução da componente empresarial, que é afetada pela diminuição da taxa de utilização da capacidade produtiva e pela incerteza em torno da procura interna e externa. A evolução do investimento empresarial é também condicionada pela deterioração da situação financeira das empresas, embora com heterogeneidade por setor de atividade e por dimensão. Neste contexto, assumem particular relevância para as decisões de investimento (i) as medidas governamentais de linhas de crédito com garantia pública e as moratórias de crédito, em vigor até setembro de 2021, (ii) as medidas de política monetária, que deverão assegurar que as condições de crédito às empresas se mantêm favoráveis, e o efeito catalisador (iii) dos recebimentos de fundos europeus e (iv) do investimento público.

## ∴ Forte perturbação nos fluxos comerciais

Num contexto de crise global, os fluxos de exportação e importação são significativamente afetados em 2020. As exportações têm uma evolução mais negativa do que o indicador de procura externa dirigida à economia portuguesa, com uma queda de 19,5%, devido à evolução das exportações de turismo e de serviços relacionados. A redução da elasticidade das importações face à procura global ponderada por conteúdos importados, que tende a acontecer em períodos de contração, resultará numa maior rigidez das importações.

Neste contexto, e tendo em conta que Portugal é um exportador líquido de turismo, antecipa-se uma redução significativa do saldo da balança de bens e serviços, refletindo um forte efeito de volume negativo, que é parcialmente compensado por um efeito de termos de troca positivo, associado à queda acentuada do preço do petróleo. A balança de bens e serviços deverá tornar-se deficitária, sendo esta evolução determinante para a deterioração do saldo da balança corrente e de capital para -0,6% do PIB. Em 2020 a economia portuguesa deverá registar necessidades líquidas de financiamento face ao exterior, interrompendo a sequência de excedentes externos registada desde a anterior crise.

## ∴ Cenário de baixa inflação mantém-se

A projeção para a inflação, medida pela taxa de variação média anual do IHPC, situa-se em 0% em 2020, após 0,3% em 2019, mantendo-se virtualmente inalterada face ao *Boletim Económico* de junho.

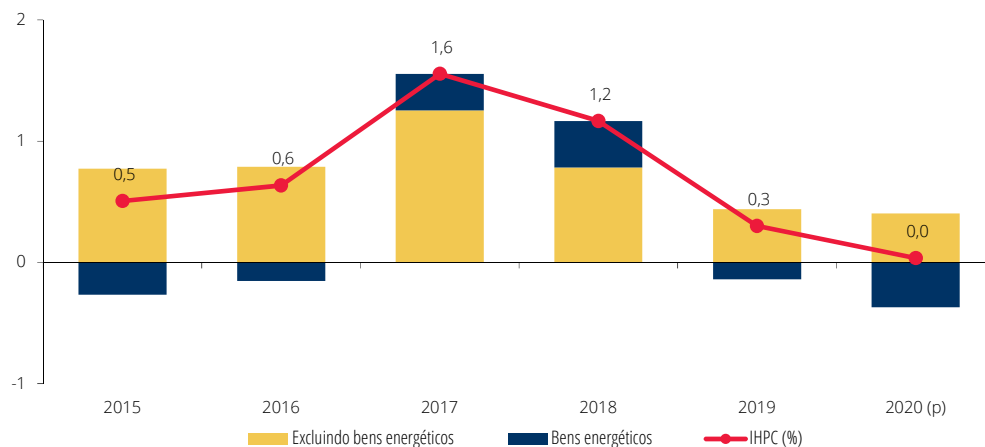
A crise atual distingue-se das anteriores pela interação de choques de oferta e de procura, que se reforçam mutuamente, mas que têm impactos com sinal contrário nos preços. A redução da atividade em 2020 reflete uma diminuição da capacidade de oferta e uma diminuição da procura de bens e serviços. Por exemplo, em alguns setores o aumento dos custos operacionais, em resultado das medidas de contenção do vírus, reflete-se em aumentos do preço final. Pelo contrário, em setores com forte contração da procura observam-se pressões descendentes nos preços. Projeta-se uma redução dos preços dos bens energéticos de cerca de 5%, que reflete a queda pronunciada do preço do petróleo (Gráfico 4). Globalmente, a inflação deverá permanecer contida, num quadro de aumento da subutilização dos recursos produtivos e de manutenção das expectativas em níveis baixos.

## ∴ Manutenção da incerteza

As perspetivas de curto prazo para a economia portuguesa continuam rodeadas de incerteza associada à evolução da pandemia e ao seu impacto no comportamento dos agentes económicos.

O prolongamento da crise pandémica pode conduzir a um ciclo de retração da despesa e da oferta. Neste contexto, a margem de atuação das políticas económicas nacionais e supranacionais deverá ser preservada já que estas continuarão a exercer um papel fundamental no processo de recuperação.

**Gráfico 4 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributos para a taxa de variação anual, pontos percentuais**



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





---

### III Políticas e consequências da pandemia



# 1 Introdução

A crise pandémica em curso é única em várias dimensões. A origem exógena do choque inicial, a resposta abrangente dos decisores de política e a alteração radical dos incentivos que influenciam a ação dos agentes económicos configuram um quadro sem precedentes na história económica recente. A análise desta crise é muito importante para interpretar e perspetivar a evolução da economia portuguesa. Os dados disponíveis já permitem compreender algumas implicações da pandemia e analisar as políticas que têm sido implementadas pelas autoridades.

O objetivo desta Parte III é contribuir para aprofundar o conhecimento sobre as implicações imediatas da pandemia. Compõem-na vários textos, que apresentam visões complementares sobre a evolução da economia portuguesa. Esta Parte é constituída por 8 secções, agrupadas em dois capítulos. O Capítulo 2 aborda as respostas de política das autoridades, na dimensão macroeconómica e medidas direcionadas às famílias e às empresas. O Capítulo 3 aborda aspetos mais estruturais, relacionados com a estrutura setorial da economia e a resposta das empresas aos desafios da pandemia. Estes contributos devem ser lidos conjuntamente com a Parte I deste Boletim, onde se apresentam os principais desenvolvimentos na primeira metade de 2020.

A Secção 2.1 começa por analisar a resposta da política monetária do BCE à crise. Esta resposta foi crucial para assegurar a transmissão da política monetária a toda a área do euro e para a manutenção de condições de financiamento favoráveis. Na presente crise, as políticas supranacionais – monetária, prudencial, regulatória e orçamental – foram complementares das políticas nacionais. Portugal adotou medidas orçamentais, cujo impacto nas contas públicas é apresentado na Secção 2.2. Este impacto direto orçamental não tem em conta efeitos de segunda ordem que ocorrem por via dos estabilizadores automáticos. A medida com maior impacto orçamental direto foi o *layoff* simplificado. Esta medida permitiu uma partilha de custos e de risco entre as empresas, as famílias e o Estado. Uma avaliação do impacto desta política é apresentada na Secção 2.3. A análise conclui que o *layoff* simplificado foi importante para preservar a liquidez das empresas e mitigar a queda do emprego. Várias medidas adicionais contribuíram para apoiar a liquidez e o rendimento das empresas e das famílias. As moratórias de crédito e as linhas de crédito com garantia pública são analisadas na Secção 2.4. Estas medidas também contribuíram para sustentar o necessário crescimento do crédito às empresas. Analogamente, a Secção 2.5 caracteriza as moratórias de crédito dirigidas às famílias. Estas moratórias mitigaram o impacto da queda do rendimento disponível, em particular de famílias com uma situação financeira mais frágil, tipicamente com uma maior propensão ao consumo.

A crise pandémica interage fortemente com a heterogeneidade setorial em cada país e exigiu uma forte capacidade de adaptação das empresas. O terceiro capítulo explora estas dimensões. O aumento do recurso ao teletrabalho foi uma das estratégias adotadas pelas empresas em resposta à impossibilidade de laboração presencial. A Secção 3.1 demonstra a heterogeneidade do recurso ao teletrabalho por setores de atividade, profissões e escolaridade dos trabalhadores envolvidos. Os efeitos da crise têm sido mais acentuados em setores relacionados com a prestação de serviços que exigem proximidade presencial. Como analisado na Secção 3.2, Portugal tem uma especialização elevada em setores expostos ao turismo. Esta especialização representa uma vulnerabilidade no atual contexto. Os organismos internacionais que acompanham o setor do turismo apontam para uma recuperação lenta e incompleta no futuro próximo, tal como descrito na Secção 3.3.

A complexidade das questões aqui abordadas não permite de forma alguma concretizar uma análise exaustiva. Uma avaliação mais completa da crise e das suas consequências só será possível com o benefício de uma perspetiva mais longa e mediante a análise de informação de natureza microeconómica, tipicamente disponibilizada com algum desfasamento. Esta permanecerá uma preocupação do Banco de Portugal no futuro.

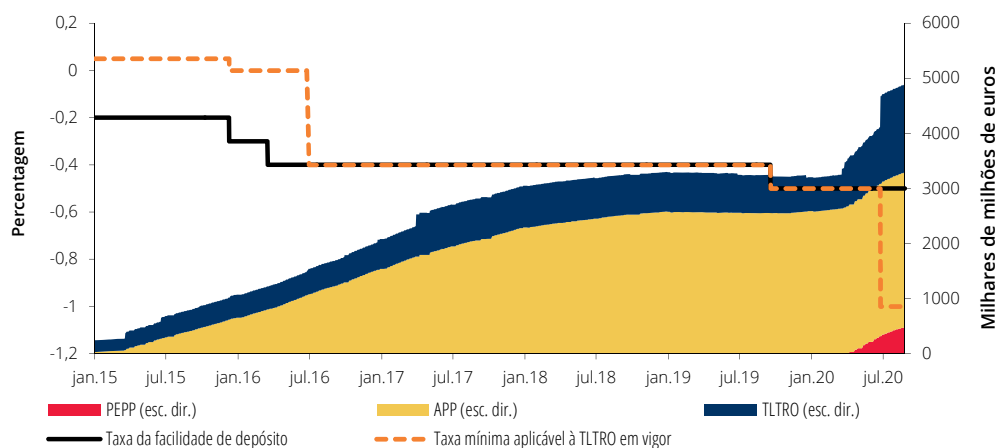
## 2 Respostas de política das autoridades

### 2.1 Medidas de política monetária na crise pandémica e os seus impactos

A magnitude da crise pandémica exigiu uma intervenção sem precedentes da política monetária e orçamental para mitigar os impactos sobre os agentes económicos. As várias medidas tomadas pelo BCE a partir de meados de março reforçam-se mutuamente, procurando assegurar a necessária acomodação monetária, garantir ampla provisão de liquidez primária e contribuir para a estabilidade nos mercados financeiros de modo a preservar a transmissão da política monetária (Capítulo 3 da Parte I).

A pandemia suscitou uma revisão em baixa das perspetivas para a inflação (de 1,6% em 2022 nas projeções do Eurosistema de dezembro de 2019 para 1,3% nas projeções de junho de 2020) e para a atividade económica da área do euro (de 1,1% em 2020 nas projeções do Eurosistema de dezembro de 2019 para -8,7% nas projeções de junho de 2020) (Capítulo 2 da Parte I). O BCE procurou assegurar uma orientação acomodatória da política monetária, através da manutenção de taxas de juro negativas, de um reforço das orientações quanto à manutenção do nível de taxas no futuro (*forward guidance*), de um aumento das compras de ativos (e respetiva duração) e de uma ampla provisão de liquidez (Gráfico III.2.1).

**Gráfico III.2.1 • Política monetária do BCE: taxas de juro, TLTRO e programas de compras**  
| Percentagem e milhares de milhões de euros

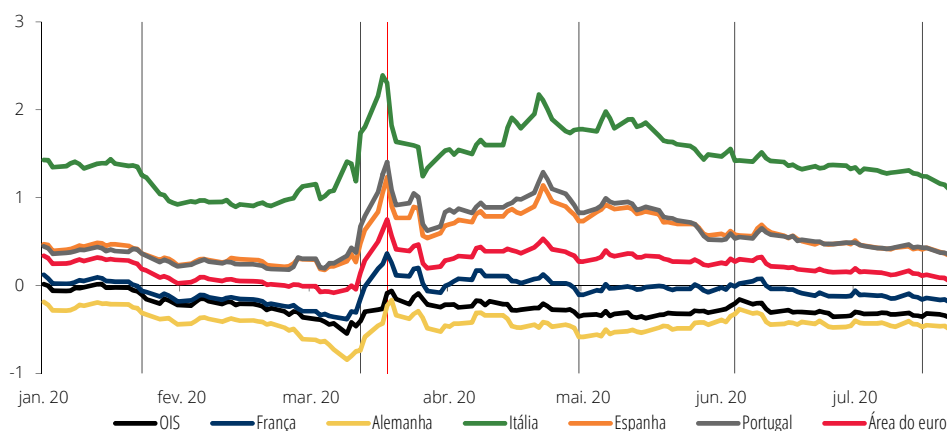


Fonte: BCE.

A orientação acomodatória da política monetária permitiu manter em níveis baixos a curva de rendimentos sem risco da área do euro, que serve como referência para as condições financeiras do resto da economia, em particular para a curva de rendimentos da dívida pública. No entanto, em março, emergiram riscos de fragmentação e segmentação de mercados na área do euro, associados a diferentes perceções de risco e à fuga dos investidores para os ativos financeiros considerados mais seguros e líquidos. A subida acentuada nas taxas de rendibilidade da dívida pública e nos diferenciais destas taxas entre os países da área do euro poderiam ter um efeito adverso na transmissão da política monetária da área do euro (Gráfico III.2.2).



**Gráfico III.2.2 • Taxas de juro a 10 anos sem risco (OIS) e de dívida pública para Portugal e para as quatro maiores economias | Percentagem**

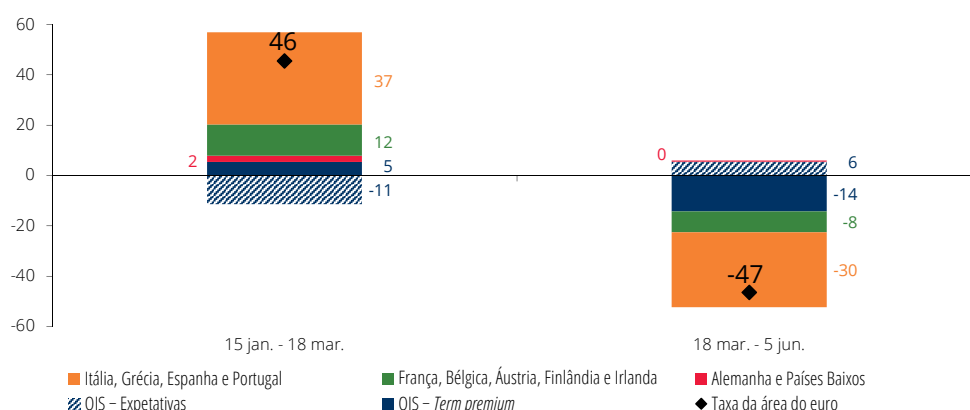


Fonte: Refinitiv. | Notas: A taxa de juro de dívida pública de longo prazo da área consiste na média das taxas a 10 anos de 11 países (Alemanha, França, Itália, Espanha, Países Baixos, Bélgica, Áustria, Grécia, Portugal, Finlândia e Irlanda) ponderadas pela chave de capital. As linhas verticais a preto sinalizam as reuniões do Conselho do BCE e a linha a vermelho representa o anúncio do PEPP.

Neste quadro, o BCE implementou um aumento substancial das compras de ativos financeiros, que implicaram uma contenção significativa dos riscos de fragmentação na área do euro. Para além do aumento do montante de compras em 120 mil milhões de euros, no âmbito do já existente *asset purchase programme* (APP), o Conselho do BCE anunciou um novo programa de compra de ativos: *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). O PEPP foi anunciado a 18 de março com um montante máximo de 750 mil milhões de euros, aumentado para 1350 mil milhões de euros na reunião do Conselho de 4 de junho. As compras no âmbito do PEPP irão decorrer enquanto o Conselho considerar que dura a crise e pelo menos até junho de 2021 (com reinvestimento dos reembolsos de capital pelo menos até ao final de 2022), com flexibilidade ao longo do tempo e em termos das categorias de ativos e das jurisdições. Esta flexibilidade contribuiu para evitar riscos para a transmissão da política monetária e apoiar a existência de condições de financiamento favoráveis para todas as economias da área do euro. Adicionalmente, dado o aperto nas condições de financiamento das empresas, o BCE passou a poder comprar papel comercial com maturidade entre 1 e 6 meses, apoiando assim um segmento de mercado relevante para garantir as necessidades de financiamento de curto prazo das empresas da área do euro.

A taxa de rendibilidade da dívida pública da área do euro reduziu-se a partir do anúncio do PEPP, situando-se desde meados de junho em níveis inferiores aos do início do ano. Esta redução deveu-se em parte à queda da taxa de juro sem risco, que foi induzida sobretudo pela diminuição do prémio de risco de longo prazo (*term premium*) (Gráfico III.2.3). A redução deste prémio está diretamente associada aos programas de compras de ativos como o PEPP, que permitem reduzir o risco de duração agregado que os investidores têm de assumir. O efeito das compras líquidas associadas a estes programas sobre as taxas de dívida pública a 10 anos dos países da área do euro pode ter ascendido a 1 pp, sendo provavelmente mais significativo nas jurisdições percecionadas como mais vulneráveis. Outros fatores, como o aumento nas emissões de dívida pública, incluindo a heterogeneidade expectável entre jurisdições, podem justificar a manutenção de taxas elevadas. Por outro lado, a flexibilidade na implementação do PEPP, ao minimizar os efeitos negativos da reafecção dos investidores nos mercados de dívida pública, contribuiu para a redução das taxas de juro de dívida pública e dos diferenciais de taxas dentro da área, embora estes continuem, em média, 10 pb mais elevados do que no início do ano.

**Gráfico III.2.3 • Decomposição das variações da taxa de juro da dívida pública de longo prazo da área do euro | Pontos base**

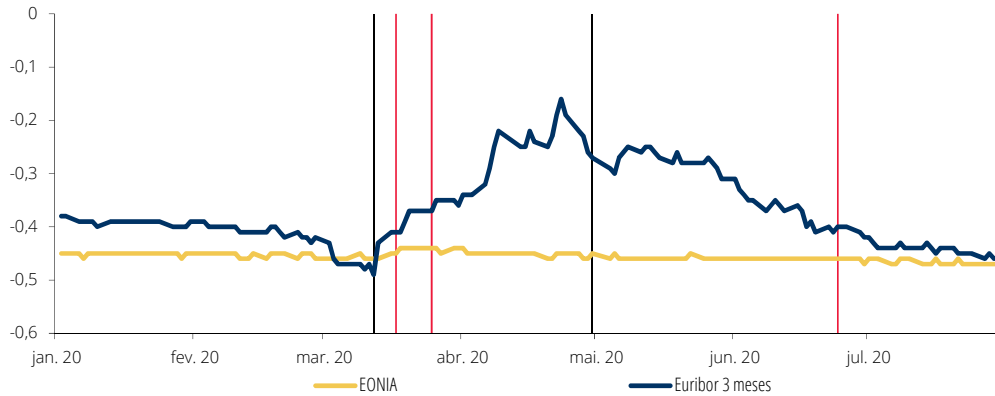


Fonte: Refinitiv (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Decomposição das variações da taxa de juro entre as datas indicadas. A taxa de juro de dívida pública de longo prazo da área consiste na média das taxas a 10 anos dos países apresentados ponderadas pela chave de capital. Decomposição das taxas de juro *overnight indexed swaps* (OIS) a 10 anos com base em Joslin, Singleton, e Zhu (2011) "A New Perspective on Gaussian Dynamic Term Structure Models." *Review of Financial Studies*.

A crise pandémica aumentou as necessidades de liquidez das famílias e das empresas, mas também o risco de incumprimento. Os bancos poderiam ter reduzido a disponibilidade para conceder crédito. O BCE implementou medidas para satisfazer as necessidades de liquidez, incluindo novas operações de cedência de liquidez, o alargamento do colateral elegível e o alívio das condições de financiamento. As garantias de crédito estatais e a transigência no cumprimento de rácios prudenciais também procuraram manter o necessário fluxo de crédito bancário à economia. No Conselho do BCE de março foram anunciadas operações de longo prazo adicionais (LTROs) para providenciar de imediato liquidez ao sistema financeiro de modo a limitar potenciais disrupções nos mercados monetários e foi decidido aliviar as condições da TLTRO-III. O custo de financiamento pela TLTRO-III foi reduzido em 25 pb, em particular para o período entre junho de 2020 e junho 2021, podendo ir até uma taxa 50 pb abaixo da taxa da facilidade de depósito durante toda a maturidade da operação para bancos que mantenham em março de 2021 o crédito elegível ao nível do período homólogo. Uma vez que a taxa da facilidade de depósito se situa em 0,5%, os bancos podem, no limite, beneficiar de uma taxa de -1% por financiamento a três anos no caso de as taxas de juro de política monetária se manterem inalteradas. No Conselho do BCE de 30 de abril foram decididas operações de refinanciamento não direcionadas de prazo alargado devido à emergência pandémica (*non-targeted pandemic emergency longer-term refinancing operations* – PELTRO), como um instrumento adicional de reforço de liquidez com condições mais favoráveis. A taxa a aplicar será de 25 pb abaixo da taxa das operações principais de refinanciamento, atualmente em 0%. De modo a garantir que os bancos da área do euro conseguiram obter a liquidez necessária nestas operações, o BCE aliviou temporariamente o quadro de colateral elegível às operações de refinanciamento. O alívio consistiu num alargamento do quadro de empréstimos bancários elegíveis (*additional credit claims* – ACC, definido com alguma discricionariedade pelos bancos centrais nacionais), na aceitação dos títulos de dívida grega que não respeitam os critérios de qualidade de crédito, numa redução das margens de avaliação (*haircuts*) e na manutenção da aceitação dos ativos transacionáveis elegíveis a 7 de abril que possam entretanto deixar de respeitar os critérios de qualidade de crédito.

Estas medidas contribuíram para a manutenção do fluxo de crédito necessário à economia e para conter alguma tensão nos mercados monetários associada a movimentos de "fuga para a segurança" surgida entre meados de março e finais de abril (Gráfico III.2.4). Esta subida esteve associada a vários fatores que se foram atenuando ao longo do tempo e à medida que os mercados financeiros estabilizavam.

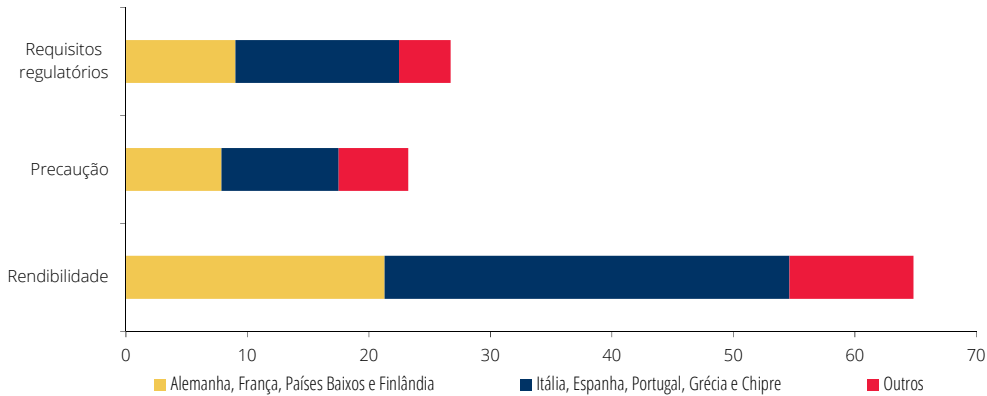
**Gráfico III.2.4 • Taxas de juro do mercado monetário | Percentagem**



Fonte: Refinitiv. | Notas: As linhas verticais a preto representam anúncios de novas operações e alterações nas condições da TLTRO-III, enquanto as linhas a vermelho representam as colocações nas TLTRO-III e a primeira LTRO-bridge (colocadas entre 17 de março e 9 de junho).

As condições bastante favoráveis justificaram a forte procura na TLTRO-III de junho, atingindo o valor mais elevado de sempre numa operação do Eurosistema, 1308 mil milhões de euros. A procura esteve mais perto do limite máximo permitido nos países vistos como mais vulneráveis. De acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, as condições atrativas da operação foram a principal motivação para a participação na operação (Gráfico III.2.5), especialmente para os bancos desses países, para os quais os custos de financiamento alternativo serão também maiores.

**Gráfico III.2.5 • Razões para a participação na TLTRO-III de junho | Frequência de respostas**

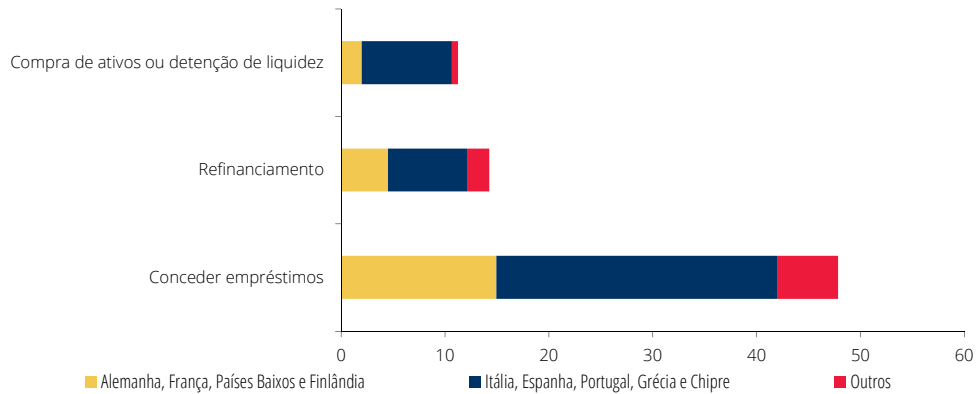


Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Com base nas perspetivas de participação nas TLTRO-III futuras no final do primeiro trimestre. Frequência de respostas “contribuirá ligeiramente” e “contribuirá consideravelmente” por país ponderadas pelo montante vivo dos empréstimos ao setor privado não financeiro.

Os bancos revelaram que pretendem usar os fundos obtidos na TLTRO-III principalmente para a concessão de empréstimos (Gráfico III.2.6). Esta intenção tem correspondência no fluxo de crédito às empresas da área do euro desde março, para o que terão também contribuído as garantias de crédito estatais.

Por fim, o BCE estabeleceu acordos de provisão de liquidez com outros bancos centrais para garantir a estabilidade dos mercados financeiros internacionais. O acordo com a Reserva Federal dos EUA permitiu providenciar liquidez em dólares norte-americanos às instituições da área do euro logo no início da crise pandémica. As linhas de *swap* e *repo* com outros bancos centrais e o estabelecimento de um mecanismo de financiamento em euros para bancos centrais (*Eurosystem repo facility for central banks* – EUREP) permitiram apoiar o financiamento em euros a instituições de fora da área do euro.

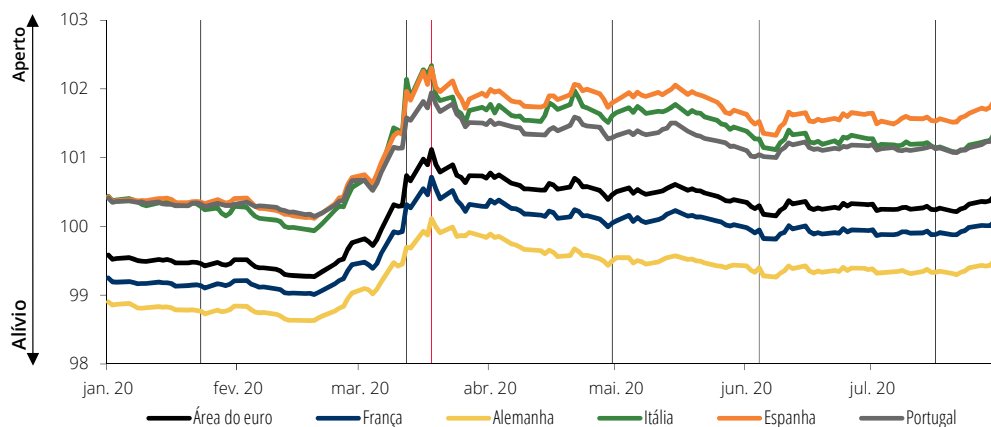
**Gráfico III.2.6 • Finalidades na utilização dos fundos da TLTRO-III | Frequência de respostas**



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Frequência de respostas “contribuirá ligeiramente” e “contribuirá consideravelmente”, nos próximos 6 meses respondidas no final do primeiro trimestre, por país ponderadas pelo montante vivo dos empréstimos ao setor privado não financeiro. “Refinanciamento” – média da frequência de respostas a: para colmatar insuficiência de depósitos, para substituir dívida vencida, em alternativa ao crédito interbancário, em substituição do financiamento proporcionado pelas TLTRO-II e em alternativa a outras operações de cedência de liquidez do Eurosistema. “Compra de ativos ou detenção de liquidez” – média da frequência de respostas a: para aquisição de obrigações soberanas nacionais, para aquisição de outros ativos financeiros e para detenção de liquidez junto do Eurosistema.

As medidas de política monetária foram eficazes na contenção dos efeitos da crise pandémica e, juntamente com as medidas de política orçamental, macroprudencial e de supervisão prudencial, contribuíram para interromper a tendência de aperto nas condições financeiras na área do euro que se vinha a observar desde meados de fevereiro (Gráfico III.2.7). Após meados de março as condições financeiras melhoraram, embora se mantenham em níveis menos favoráveis do que no início do ano. Mais recentemente, as condições financeiras deterioraram-se ligeiramente, devido essencialmente à evolução nos mercados cambiais. Os riscos que prevalecem relativamente à evolução económica na área do euro reforçaram a importância da atual orientação da política monetária do BCE.

**Gráfico III.2.7 • Condições financeiras na área do euro, em Portugal e nas quatro maiores economias | Índice**



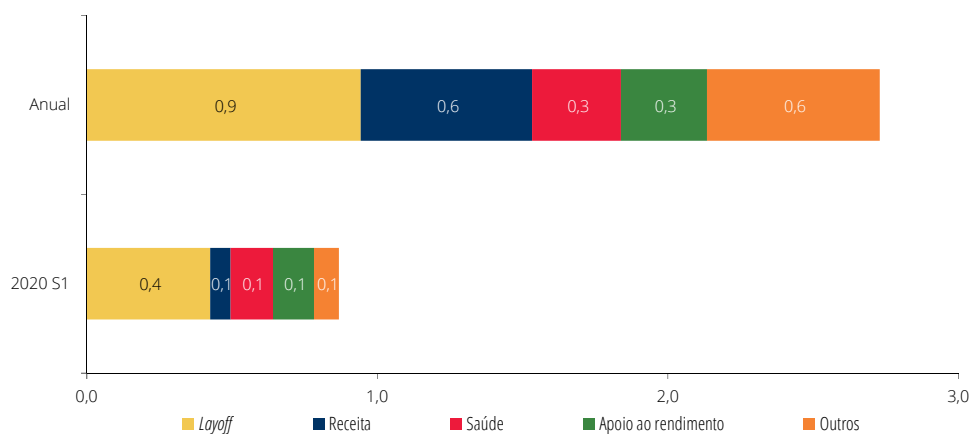
Fonte: Goldman Sachs | Notas: O Índice de Condições Financeiras (ICF) para os países consiste numa média ponderada da taxa *overnight indexed swap* (OIS) a 3 meses, da taxa de juro da dívida pública alemã a 10 anos, do diferencial da taxa de dívida pública do país face à Alemanha, de um diferencial da taxa de juro de dívida privada face à dívida pública, de um índice acionista e do índice de taxa de câmbio da Goldman Sachs. Os ponderadores refletem os efeitos destas variáveis no crescimento do PIB real no horizonte de um ano e são resultantes de um modelo de vetores autorregressivos (VAR). O ICF para a área do euro corresponde à agregação dos ICF dos países. As linhas verticais a preto sinalizam as reuniões do Conselho do BCE e a linha a vermelho sinaliza o anúncio do PEPP.

## 2.2 Medidas orçamentais em Portugal na crise pandémica

Na sequência da crise pandémica, complementarmente às intervenções de política monetária, o Governo português adotou medidas de política orçamental para apoio às empresas e às famílias. As primeiras medidas foram apresentadas ainda em março, tendo sido progressivamente aprofundadas, com o Programa de Estabilização Económica e Social (PEES) e com o Orçamento do Estado Suplementar, em junho. Os impactos das medidas analisadas nesta secção referem-se aos efeitos diretos sobre as contas públicas, descartando efeitos de segunda ordem. As quantificações têm um grau de incerteza mais elevado do que em circunstâncias habituais. As medidas de política económica sem efeitos orçamentais diretos, como as moratórias e as linhas de crédito com garantia pública são objeto de análise nas Secções 2.4 e 2.5.

No primeiro semestre, o impacto das medidas implementadas no défice orçamental situou-se em 0,9% do PIB projetado pelo Banco de Portugal para 2020, que será usado como referencial nesta secção (Gráfico III.2.8). A suspensão dos processos de execução fiscal e contributiva, em vigor entre abril e junho, mantendo-se a possibilidade de pagamento voluntário, teve um impacto de 0,1% do PIB. Face ao total de cobrança coerciva de 2019, o valor suspenso foi de 6,7% para a receita fiscal e de 14,9% no caso das contribuições sociais. A prorrogação do pagamento de impostos, importante para assegurar a liquidez das empresas no segundo trimestre do ano, não tem impacto no saldo orçamental em contabilidade nacional. Contudo, o possível aumento do incumprimento associado a esta medida e a adoção de outras medidas após a aprovação do Orçamento Suplementar constituem um risco sobre a execução do remanescente do ano.

**Gráfico III.2.8 • Impacto das medidas de política no contexto da pandemia | Percentagem do PIB**



Fontes: GEP/MTSS, DGO/MF e Banco de Portugal.

Do lado da despesa, o *layoff* simplificado é a medida com maior impacto orçamental. A soma do subsídio pago às empresas e da isenção de contribuições sociais teve um impacto orçamental no primeiro semestre de 0,4% do PIB de 2020 (Secção 2.3). As medidas de apoio ao rendimento, como a criação do apoio extraordinário à redução da atividade económica dos trabalhadores independentes, o apoio excecional à família – associado à interrupção letiva e aplicável quando nenhum dos progenitores pudesse realizar teletrabalho – e o subsídio de isolamento profilático abrangem entre março e junho cerca de, em média, 120 mil, 100 mil e 30 mil pessoas. Foram

também prorrogadas a título excecional as prestações de desemprego e o rendimento social de inserção cujo prazo de concessão terminasse até 30 de junho. A despesa com estas medidas no primeiro semestre de 2020 foi de 0,1% do PIB.

A despesa do Serviço Nacional de Saúde (SNS) com equipamentos de proteção individual, medicamentos e ventiladores teve um efeito de 0,1% do PIB. Por fim, outras medidas associadas à pandemia, que abrangem a aquisição de equipamento de proteção individual e a adaptação de postos trabalho na administração pública, assim como medidas regionais ou locais, incluindo 50 milhões de euros do empréstimo de 132 milhões de euros à SATA Air Azores, tiveram um impacto no défice do primeiro semestre de 0,1% do PIB.

A informação relativa à execução das medidas adotadas aponta para uma desaceleração do impacto orçamental em julho. Contudo, durante o segundo semestre do ano muitas das medidas referidas estarão em vigor e deverão ainda materializar-se os impactos de novas medidas. Estas incluem a alteração das regras relativas aos pagamentos por conta de IRC, os instrumentos de apoio às empresas que sucedem ao *layoff* simplificado e o reforço das medidas de apoio ao rendimento e ao setor da aviação.

A suspensão do primeiro e segundo pagamentos por conta de IRC poderá ser total para micro, pequenas e médias empresas, cooperativas, empresas nos setores do alojamento ou restauração e empresas com quebras de faturação superiores a 40%. As restantes empresas, caso apresentem quebras de faturação superiores a 20%, podem suspender 50% dos referidos pagamentos. Existe obrigatoriedade de regularização no terceiro pagamento por conta quando as importâncias não pagas são superiores a 20% do que teria sido entregue em circunstâncias normais. A quantificação desta medida reveste-se de incerteza por ocorrer em simultâneo com o impacto na coleta de IRC que resultaria da quebra de lucros das empresas em 2020 na ausência desta legislação. Outras medidas com impacto menos significativo incluem a contribuição adicional de solidariedade sobre o setor bancário, com um efeito positivo sobre o saldo. O impacto das medidas do lado da receita, excluindo a isenção de contribuições no contexto do *layoff*, rondará os 0,6% do PIB em 2020.

O *layoff* simplificado esteve ainda em vigor em julho, mantendo-se após esse mês apenas para uma fração pequena das empresas. Assim, foi criado o apoio à retoma progressiva, que permite manter os trabalhadores em *layoff* até dezembro. Esta medida estabelece, contudo uma redução máxima do período de trabalho inferior à que podia ser definida no *layoff* simplificado e, em consequência, requer uma menor comparticipação por parte da segurança social. As empresas beneficiárias do *layoff* simplificado e que não recorrerem ao apoio à retoma progressiva podem aceder ao apoio extraordinário à normalização da atividade económica. Nesse caso as empresas podem optar por receber uma transferência única ou duas transferências desfasadas por seis meses, cujo valor depende do número de trabalhadores em *layoff* simplificado e da duração do mesmo. A adesão a qualquer destes apoios implica que o período de vigência das restrições ao despedimento é estendido para o período até 60 dias após o termo do novo incentivo. Estas medidas ascenderão a 0,9% do PIB.

Ainda na esfera da segurança social, foram criados novos apoios, designadamente, o complemento de estabilização para trabalhadores abrangidos pelo *layoff* simplificado, com rendimentos até duas vezes o salário mínimo nacional (equivalente à perda de salário com um mês de *layoff*), uma prestação extraordinária do abono de família para os agregados até ao 3.º escalão de rendimentos e o apoio aos trabalhadores independentes e informais, no montante de 438,81 euros, entre julho e dezembro, sujeito à manutenção de contribuições para a segurança social durante dois anos. Para além destes novos apoios, destaca-se ainda a prorrogação do acesso ao subsídio social de desemprego até ao final de 2020. O impacto estimado destas medidas, em conjunto com as que foram implementadas no primeiro semestre, ascenderá a 0,3% do PIB.

Adicionalmente, é expectável que se continuem a materializar gastos na área da saúde com a aquisição de medicamentos e equipamento de proteção individual, a contratação de recursos humanos e o pagamento do prémio aos trabalhadores do SNS envolvidos no combate à pandemia, estimando-se que estes custos ascendam a 0,3% do PIB. Por último, o montante previsto para o auxílio estatal às companhias de aviação TAP e SATA Air Azores em 2020, em conjunto com outras medidas de menor montante, têm um impacto no saldo orçamental de 0,6% do PIB.

O pacote de estímulo orçamental para 2020 ascende a 2,7% do PIB. Parte deste esforço pode vir a ser financiado por iniciativas europeias. Este impacto é mais elevado do que o estímulo orçamental de cerca de 1,2% apresentado em 2008 e 2009 como resposta à crise financeira, que possuía, no entanto, características muito distintas da atual. Para a área do euro, o European Fiscal Board estima no início de julho que as medidas orçamentais tomadas no âmbito da crise pandémica atingissem cerca de 4% do PIB. No futuro próximo, o equilíbrio entre a necessidade de adotar medidas adicionais para estimular a economia, ainda que beneficiando de fundos europeus, e a manutenção da sustentabilidade das finanças públicas a médio prazo representará um desafio, em particular em países com uma dívida pública elevada, como é o caso de Portugal.

## 2.3 O *layoff* simplificado: impacto na liquidez das empresas e no emprego

Num momento em que as empresas registaram quebras pronunciadas nas receitas, o regime simplificado de redução temporária do período normal de trabalho ou suspensão do contrato de trabalho, vulgarmente designado por *layoff* simplificado, permitiu reduzir os custos com a mão-de-obra e a sustentação do emprego.

A possibilidade de recurso ao *layoff* simplificado foi limitada às empresas com uma situação contributiva e fiscal regularizada que tinham: (i) registado uma redução de pelo menos 40% da faturação, no período de 30 dias anterior à submissão do pedido; ou (ii) encerrado total ou parcialmente devido ao dever de encerramento de instalações (por determinação legislativa ou administrativa); ou (iii) encerrado total ou parcialmente por interrupção das cadeias de fornecimento globais ou por suspensão ou cancelamento de encomendas.

No caso de *layoff* com redução total do horário de trabalho, o valor do apoio estatal correspondia a 70% de dois terços da retribuição normal ilíquida, com um mínimo de 444,50 euros por trabalhador e um máximo de 1333,50 euros. Para além disso, as empresas beneficiaram da isenção do pagamento de contribuições patronais para a Segurança Social para os trabalhadores em *layoff*. Por seu turno, as empresas beneficiárias ficaram impedidas de cessar contratos de trabalho (através das modalidades de despedimento coletivo, extinção de posto de trabalho ou inadaptação) durante o período em que beneficiaram deste apoio e nos 60 dias seguintes. Esta restrição aplicava-se a todos os trabalhadores, estivessem ou não abrangidos pelo *layoff* simplificado.

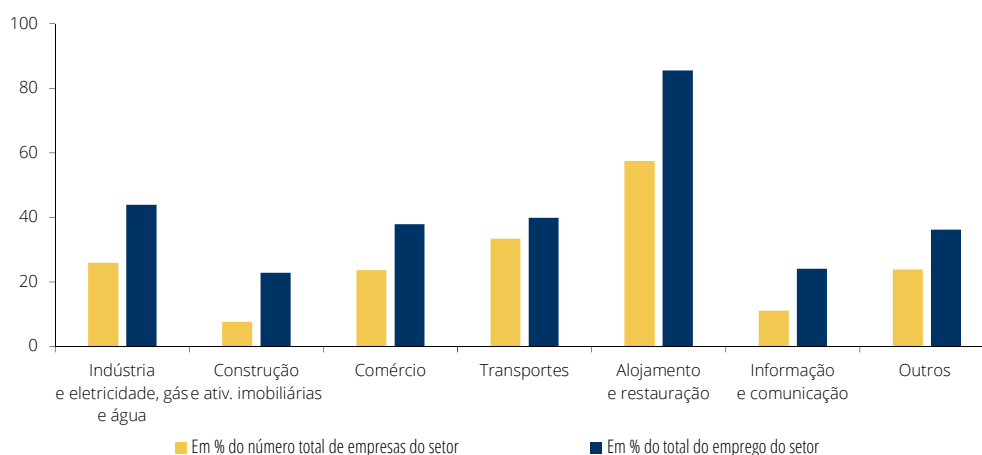
As empresas puderam aceder ao *layoff* simplificado entre abril e junho, com a possibilidade de prorrogação deste mecanismo por três meses. Posteriormente, a possibilidade de prorrogação foi estendida até ao final de julho. Após julho, o *layoff* simplificado continuou em vigor para as empresas e estabelecimentos que se encontravam sujeitos ao dever de encerramento de instalações e para as empresas que, no final de julho, não tinham ainda utilizado este mecanismo por três meses. Foram ainda apresentadas medidas para garantir uma saída faseada e acompanhada deste mecanismo. Em particular, as empresas que recorreram ao *layoff* simplificado podem beneficiar do incentivo extraordinário à normalização da atividade, ou manter os trabalhadores parcialmente em *layoff* no máximo até dezembro de 2020, recorrendo ao apoio à retoma progressiva.

Neste último caso, os critérios de elegibilidade são mais restritivos que anteriormente e o apoio da Segurança Social é mais reduzido (Secção 2.2). Esta secção não aborda estas novas medidas anunciadas, sendo necessária mais informação sobre a sua utilização.

De acordo com a informação da Segurança Social, cerca de 115 mil entidades empregadoras entregaram pedidos de *layoff* simplificado até ao final de julho, correspondendo a um universo potencial de trabalhadores abrangidos de 1 milhão e 367 mil. Destes, terão sido apoiados cerca de 900 mil trabalhadores, o equivalente a cerca de 25% do emprego registado na Segurança Social. A proporção de empresas beneficiárias desta medida foi mais elevada no setor de Alojamento e restauração (57,5%) e, em menor grau, no de Transportes (33,5%) (Gráfico III.2.9). O setor do Alojamento e restauração destaca-se também pela percentagem de trabalhadores potencialmente abrangidos (85,5%).

A despesa com o subsídio pago às empresas e a isenção de contribuições sociais relativas ao *layoff* em vigor no segundo trimestre terá ascendido a 1000 milhões de euros, cerca de 6% da massa salarial do setor privado.

**Gráfico III.2.9 • Empresas e trabalhadores potencialmente abrangidos pelo *layoff* simplificado, por setor de atividade | Percentagem**



Fontes: INE, MTSS e Banco de Portugal. | Notas: Dados relativos aos pedidos de *layoff* simplificado divulgados pelo MTSS no dia 13 de agosto. A percentagem do emprego apresentada corresponde à proporção total de trabalhadores potencialmente abrangidos, uma vez que corresponde ao número de trabalhadores das empresas que submeteram pedidos de *layoff*, constituindo portanto um majorante do impacto. Adicionalmente, a informação diz respeito aos pedidos entregues (não aos aceites). As percentagens foram calculadas considerando os dados de número de empresas da Central de balanços (2018) e do total de trabalhadores por conta de outrem da Segurança Social (2019). Nos dados da Segurança Social apenas se encontra disponível o número de trabalhadores para as secções O-Q da CAE. Para a exclusão dos trabalhadores da secção O assumiu-se o peso do emprego desta secção no setor O-Q em Contas Nacionais. As secções da CAE apresentadas são: B-E (Indústria e eletricidade, gás e água); F e L (Construção e atividades imobiliárias); G (Comércio); H (Transportes); I (Alojamento e restauração); J (Informação e comunicação); A, M-N e P-S (Outros).

Com base num exercício de simulação para o período entre março e junho de 2020 é possível estimar a percentagem de empresas que, no contexto de redução de atividade, não conseguem pagar os seus custos fixos depois de esgotar as reservas de caixa e os depósitos, bem como as linhas de crédito já contratualizadas. Este exercício segue a metodologia aplicada no exercício de simulação desenvolvido para o Tema em destaque do *Boletim Económico* de maio de 2020.

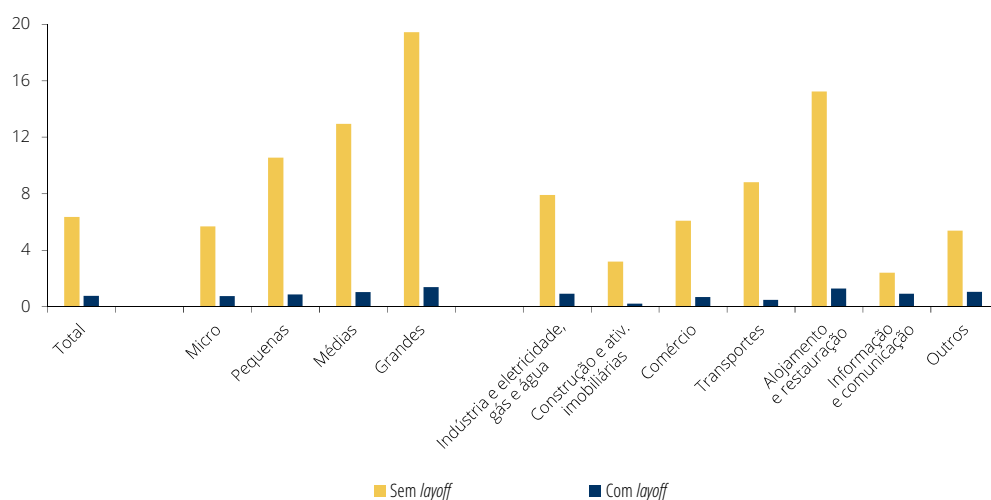
O exercício considera um cenário onde os custos fixos permanecem inalterados e não existe a possibilidade de recurso ao *layoff* ("sem *layoff*") e um cenário onde as empresas que registam um choque na faturação superior a 40% pedem o acesso ao regime de *layoff* ("com *layoff*"). O exercício baseia-se em hipóteses comuns relativamente ao impacto da pandemia na atividade das empresas de cada setor e utiliza microdados que permitem levar em conta a



heterogeneidade no tecido produtivo. Estas hipóteses refletem os resultados do inquérito COVID-IREE. Assume-se ainda que todos os créditos existentes são renovados nas condições vigentes.

O Gráfico III.2.10 apresenta a percentagem de empresas que não conseguem pagar os seus custos fixos depois de usarem as suas reservas de liquidez de caixa, depósitos ou linhas de crédito nos dois cenários (excluem-se destes cálculos as empresas que apresentam défice de liquidez à partida). No cenário sem a medida de *layoff*, cerca de 6% das empresas encontra-se em défice de liquidez. Esta percentagem reduz-se para 1% no cenário em que as empresas podem recorrer à medida, mostrando que o *layoff* simplificado permite eliminar quase integralmente o impacto do choque sobre a liquidez das empresas.

**Gráfico III.2.10 • Empresas com défice de liquidez por dimensão e setor de atividade**  
| Percentagem



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O gráfico apresenta a percentagem de empresas em défice de liquidez em junho de 2020, considerando o acumular dos resultados da atividade de cada empresa entre março e junho de 2020 e depois de esta esgotar as reservas de caixa, depósitos e linhas de crédito contratualizadas. As secções da CAE apresentadas são: B,C,D e E (Indústria e eletricidade, gás e água); F e L (Construção e atividades imobiliárias); G (Comércio); H (Transportes); I (Alojamento e restauração); J (Informação e comunicação); A, K, M-S (Outros).

Os resultados do exercício revelam uma acentuada heterogeneidade. O setor com maior percentagem de empresas com défice de liquidez é o Alojamento e restauração, com 15% e 1% das empresas nos cenários sem *layoff* e com *layoff*, respetivamente. A diferença entre os dois cenários é também significativa nos setores dos Transportes e da Indústria transformadora (8 e 7 pp, respetivamente). O impacto do recurso ao *layoff* simplificado é superior nas grandes empresas, reduzindo a percentagem de empresas com défice de liquidez de 19% para apenas 1%. A elevada percentagem de grandes empresas com défice no cenário sem *layoff* traduz parcialmente a maior facilidade de acesso ao crédito para suprir necessidades de tesouraria em períodos normais.

O *layoff* simplificado permitiu assim insular a situação de liquidez de uma fração significativa de empresas do impacto da pandemia. Este é um dos canais pelos quais a medida de *layoff* simplificado contribuiu para mitigar a queda do emprego (Capítulo 5 da Parte I).

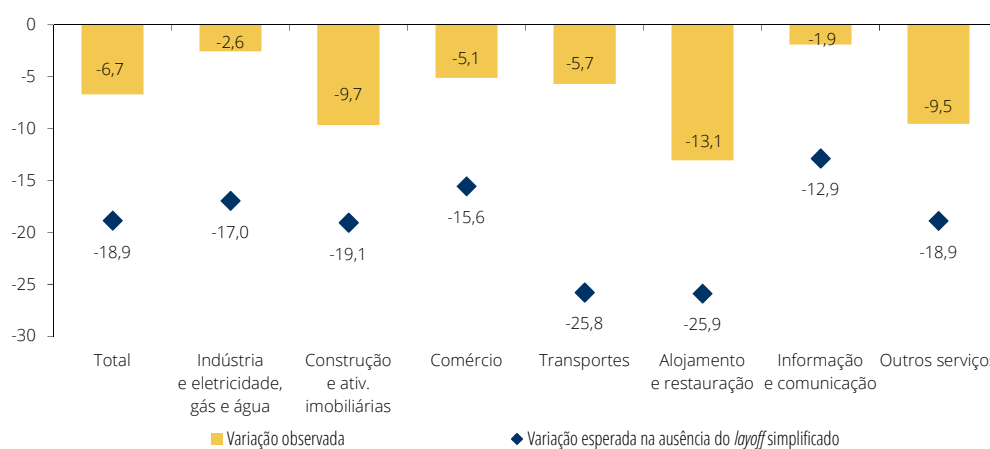
A quantificação do papel do *layoff* simplificado na preservação do emprego é complexa e exigiria a construção de um contrafactual que descrevesse as decisões laborais num cenário de ausência da política. Uma aproximação deste impacto pode ser obtida através das respostas das empresas à edição de julho do COVID-IREE.

Uma primeira questão centrou-se na evolução observada do emprego. Das empresas que recorreram ao *layoff* simplificado, 30% reportaram ter reduzido os postos de trabalho desde o início da pandemia. Tendo em conta a magnitude das quedas reportadas pelas diferentes empresas, estima-se que o emprego se reduziu quase 7% nestas empresas (Gráfico III.2.11).<sup>1</sup> Uma vez que estas empresas estavam impossibilitadas de recorrer a despedimentos, terão recorrido à não renovação de contratos a termo e à não substituição de saídas voluntárias ou programadas de trabalhadores. Tendo em conta as respostas de todas as empresas ao inquérito, a queda total de emprego estimada para o segundo trimestre é de 3,6%.

Numa segunda questão foi pedida às empresas uma estimativa da evolução do emprego que teria ocorrido na ausência do *layoff* simplificado. Neste cenário, 77% das empresas beneficiárias da medida referiram que teriam diminuído os postos de trabalho, resultando numa redução do emprego que rondaria os 19%. Considerando as respostas de todas as empresas participantes no inquérito, a queda total de emprego neste cenário contrafactual ascenderia a 8%.

Em termos setoriais, o efeito da medida na preservação do emprego é mais notório nos Transportes e na Indústria e eletricidade, gás e água, onde a diferença entre a redução dos postos de trabalho observada e esperada na ausência do *layoff* simplificado atinge 20 pp e 14 pp, respetivamente (Gráfico III.2.11). Esta diferença também é expressiva no Alojamento e restauração (13 pp), setor onde se observou a maior queda do emprego. Não obstante algum grau de imprecisão, estas estimativas apontam para o sucesso da medida na preservação dos postos de trabalho.

**Gráfico III.2.11 • Variação do emprego observada e esperada na ausência da medida de *layoff* simplificado nas empresas beneficiárias, por setor de atividade | Percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e INE (COVID-IREE). | Notas: Os resultados apresentados baseiam-se nas respostas às questões sobre a variação do emprego observada e a variação estimada na ausência da medida de *layoff*, desde o início da pandemia e até à primeira quinzena de julho. O Total cobre apenas as secções da CAE apresentadas: B-E (Indústria e eletricidade, gás e água); F e L (Construção e atividades imobiliárias); G (Comércio); H (Transportes); I (Alojamento e restauração); J (Informação e comunicação); M-N e P-S (Outros serviços).

Os resultados apresentados apontam para um papel importante da medida de *layoff* simplificado na preservação da liquidez das empresas e na mitigação da queda do emprego no curto prazo, contribuindo assim para apoiar o processo de recuperação da economia. No entanto, dado o contexto de

1. Esta quantificação é obtida tomando o ponto médio do intervalo reportado para a variação do emprego por cada empresa e ponderando pelo seu número de empregados. Para além da imprecisão inerente a estes cálculos, o último intervalo de resposta na questão relativa à evolução do emprego inclui todas as variações superiores a 20%. Após uma análise de sensibilidade dos resultados, e tendo em consideração as estimativas do Inquérito ao Emprego para o segundo trimestre de 2020, optou-se por afetar ao último intervalo da distribuição uma variação de 40%.

recuperação gradual e incompleta da atividade económica, os efeitos da pandemia sobre a situação financeira das empresas e no mercado de trabalho num prazo mais alargado permanecem incertos.

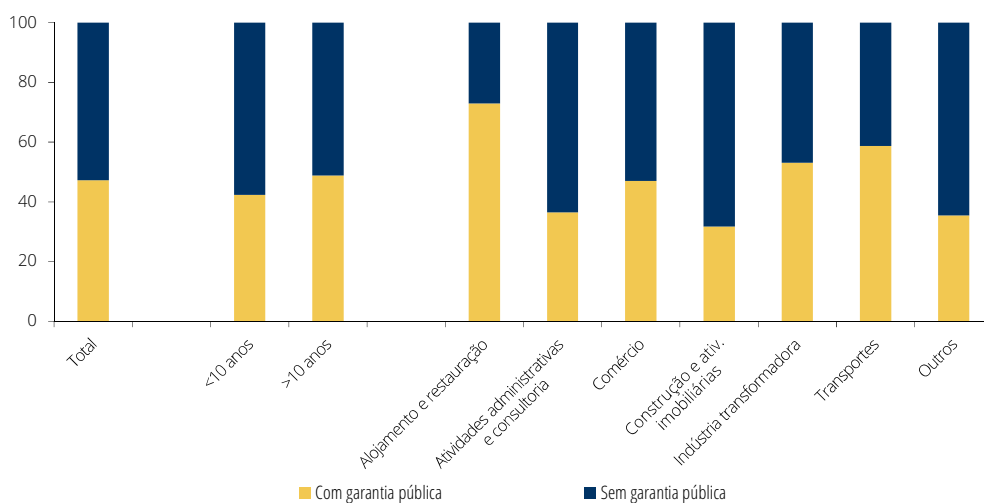
## 2.4 Medidas de apoio ao financiamento das empresas

No final de junho, cerca de 38% das empresas não financeiras privadas com acesso a crédito antes da pandemia tinham recorrido a moratórias em empréstimos bancários e/ou a linhas de crédito com garantia pública; 11% recorreram apenas às moratórias, 15% recorreram apenas às linhas de crédito com garantias públicas; e cerca de 11% utilizaram ambas as medidas.

No âmbito da moratória pública definida no Decreto-Lei n.º 10-J/2020, as empresas podiam solicitar até 30 de setembro de 2020 a prorrogação ou suspensão do pagamento de capital, juros e garantias assumidos até 27 de março de 2020. A medida estará em vigor até ao final de setembro de 2021 e aplica-se a todas as empresas que tenham a sua situação tributária e financeira regularizada de acordo com as regras definidas.

De acordo com informação reportada à Central de Responsabilidades de Crédito, em junho de 2020, 18% dos empréstimos beneficiavam de uma moratória. O recurso a moratórias foi mais expressivo por parte das grandes empresas (28% dos empréstimos destas empresas e 18% das micro, pequenas e médias empresas – PME). Contudo, verifica-se que os montantes abrangidos pelas moratórias representam em ambos os casos 28% do total dos saldos em dívida (Gráfico III.2.12). Nas empresas criadas há mais de dez anos a percentagem dos saldos em dívida dos empréstimos abrangidos pelas moratórias, 27%, é menor do que nas empresas mais jovens, 32%. As empresas de Alojamento e restauração destacam-se de forma expressiva no recurso à moratória, verificando-se que mais de metade do montante dos empréstimos se encontram abrangido por moratórias. Nas empresas de Atividades de consultoria, técnicas, científicas e administrativas e da Indústria transformadora a percentagem dos saldos em dívida dos empréstimos abrangidos pela moratória é próxima de 30%. O recurso a moratórias foi menos expressivo nos setores dos Transportes, Comércio e Construção (22%, 24% e 25%, respetivamente).

**Gráfico III.2.12 • Recurso a moratórias por dimensão, idade e setor das empresas**  
| Percentagem do montante total de empréstimos em junho de 2020



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito e referem-se aos saldos em dívida relativos a empréstimos a empresas privadas não financeiras em junho de 2020. As secções da CAE apresentadas são: I (Alojamento e restauração); M e N (Atividades administrativas, de consultoria, técnicas, científicas e similares); G (Comércio); F e L (Construção e atividades imobiliárias); C (Indústria transformadora); H (Transportes); A, B, D, E, J, K, O, P, Q, R, S, T e U (Outros).

A criação de linhas de crédito com garantia pública pretende suprir necessidades de liquidez decorrentes do impacto da pandemia. O financiamento é concedido pelos bancos, sendo concedida uma garantia do Estado até 90% do valor do empréstimo para micro e pequenas empresas (para empresas médias, *Small Mid Cap* e *Mid Cap*<sup>2</sup> a garantia é no máximo de 80%). Para assegurar que as garantias são concedidas apenas a empresas financeiramente viáveis antes da eclosão da pandemia, são elegíveis aquelas que tenham a situação tributária e financeira regularizada e que tenham capitais próprios positivos se tiverem sido criadas há mais de dois anos. Estes empréstimos podem ter um prazo até seis anos e um período de carência de até 18 meses, estando definidos *spreads* máximos e comissões de garantia mútua fixas em função do prazo da operação.

Estas condições tenderão a ser mais favoráveis do que as de mercado, contribuindo para que 47% do montante de empréstimos concedidos de março a junho de 2020 tenha sido ao abrigo destas linhas de crédito. Para empréstimos com maturidade superior a 1 ano, esta percentagem sobe para 62% dos novos empréstimos. No recurso a estas linhas de crédito destacam-se as empresas com mais de 10 anos e empresas de alojamento e restauração (Quadro III.2.1).

O financiamento através destas linhas de crédito permitiu a contratação de maturidades mais longas. Em junho de 2020, cerca de 67% dos empréstimos com garantia pública tinham maturidades superiores a 5 anos, o que compara com 29% para os restantes novos empréstimos no mesmo período e com 26% no período homólogo do ano anterior. A taxa de juro (TAA – taxa acordada anualizada) nestas operações também é inferior, com uma mediana de 1,3%. Para os novos empréstimos concedidos sem garantia pública, a taxa de juro mediana é de 1,6%, exibindo mais variabilidade. Estes valores comparam com uma taxa de juro mediana de 1,7% no último trimestre de 2019.

Para além das condições de elegibilidade, o envolvimento dos bancos no processo de aprovação de empréstimos com garantias públicas pretende assegurar que estes utilizam a sua capacidade de avaliação de risco para evitar uma distorção na alocação de recursos. Não obstante, esta tarefa não é trivial, exigindo avaliações que ultrapassam a utilização de informação financeira sobre o passado das empresas.

### Quadro III.2.1 • Recurso a empréstimos com garantia pública por idade e setor das empresas | Percentagem do montante dos empréstimos concedidos entre março e junho de 2020

	Sem garantia pública	Com garantia pública
<b>Total</b>	52,7	47,3
<10 anos	57,7	42,3
>10 anos	51,1	48,9
Alojamento e restauração	27,0	73,0
Atividades administrativas e consultoria	63,5	36,5
Comércio	52,9	47,1
Construção e atividades imobiliárias	68,3	31,7
Indústria transformadora	46,9	53,1
Transportes	41,3	58,7
Outros	64,5	35,5

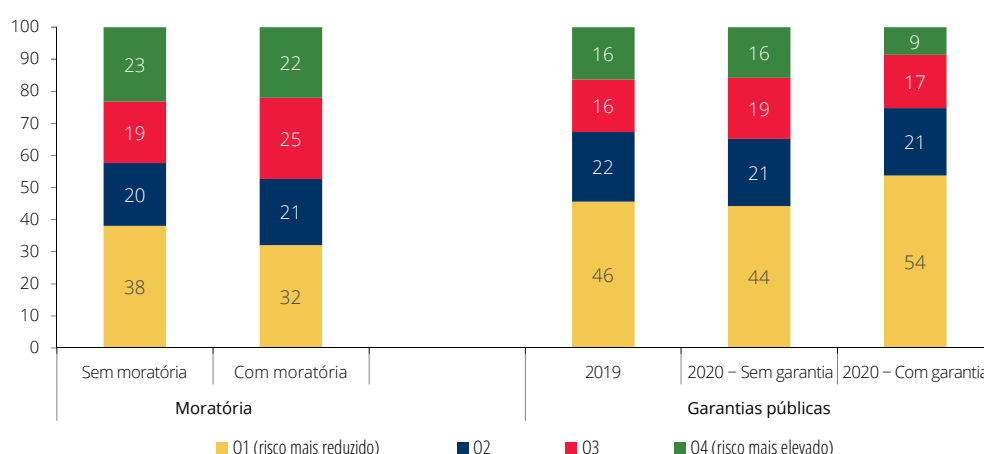
Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito e referem-se aos montantes de empréstimos concedidos a empresas privadas não financeiras entre março e junho de 2020. As secções da CAE apresentadas são: I (Alojamento e restauração); M e N (Atividades administrativas, de consultoria, técnicas, científicas e similares); G (Comércio); F e L (Construção e atividades imobiliárias); C (Indústria transformadora); H (Transportes); A, B, D, E, J, K, O, P, Q, R, S, T e U (Outros).

2. *Small Mid Cap* são empresas grandes com menos de 500 trabalhadores e *Mid Cap* são empresas grandes com menos de 3000 trabalhadores, conforme recomendações do Banco Europeu de Investimento.

Utilizando um modelo de risco de crédito, também limitado pela utilização de informação financeira sobre o passado recente das empresas, verifica-se que os empréstimos que beneficiaram de moratórias foram concedidos a empresas com risco próximo do dos restantes empréstimos, ainda que ligeiramente mais elevados (Gráfico III.2.13). Na concessão de empréstimos com garantias públicas verifica-se o oposto, sendo o risco ligeiramente menor do que o das empresas com empréstimos sem recurso a garantia concedidos no mesmo período ou no período homólogo do ano anterior.

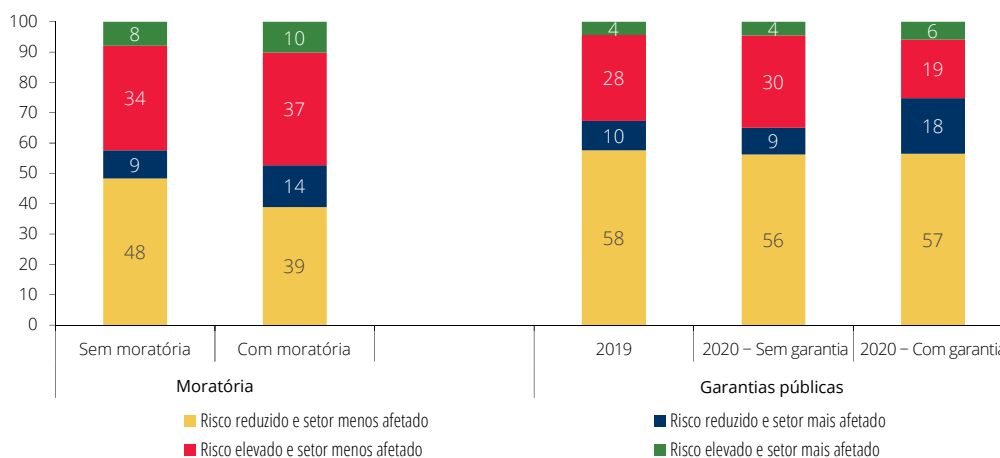
Não obstante, uma parte significativa dos empréstimos concedidos a empresas de Alojamento e restauração encontra-se classificada nos níveis mais baixos de risco. Assim, importa avaliar simultaneamente o risco das empresas estimado com base em informação financeira dos últimos anos e a forma como as empresas terão sido afetadas pelo choque. A combinação destas duas dimensões permite uma melhor aproximação ao risco atual da empresa. Conjugando não apenas o impacto imediato do choque mas também o impacto esperado até ao final de 2020, é possível aproximar uma avaliação da viabilidade das empresas a curto prazo. No Gráfico III.2.14 decompõe-se a concessão de empréstimos, com e sem garantia pública, tendo em consideração o risco observado das empresas e o impacto estimado no seu setor de atividade. O impacto em cada setor de atividade baseia-se nos resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas – COVID-19 (COVID-IREE) para o choque inicial (no período abril-julho de 2020) e em hipóteses para o perfil de recuperação no período subsequente, ancoradas nas expectativas reportadas pelas empresas. As empresas que tinham um risco de crédito reduzido antes da pandemia mas que se inserem em setores mais adversamente afetados obtiveram um maior montante de empréstimos com garantia. Em contraste, as empresas de risco mais elevado, cuja viabilidade poderia mais facilmente ser ameaçada por qualquer choque, obtiveram uma menor proporção de empréstimos por via das linhas de crédito com garantia pública. No que se refere à moratória, também se observa um recurso mais expressivo por parte dos setores mais afetados, por comparação com a composição global da carteira de empréstimos dos bancos. Neste caso este recurso é contudo ligeiramente maior nas empresas de risco elevado do que nas de risco reduzido.

**Gráfico III.2.13 • Recurso a medidas de apoio por risco de crédito das empresas | Percentagem do montante dos empréstimos**



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito. Na análise do recurso à moratória os dados referem-se aos saldos em dívida relativos a empréstimos a empresas privadas não financeiras em junho de 2020. Na análise do recurso a garantias públicas os dados referem-se aos montantes de empréstimos concedidos a empresas privadas não financeiras entre março e junho de 2020 (e em igual período de 2019). O risco de crédito é medido com base no *z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, vol. II, n.º 2, abril.

**Gráfico III.2.14 • Recurso a medidas de apoio por risco de crédito das empresas e impacto no setor das empresas | Percentagem do montante dos empréstimos**



Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito. Na análise do recurso à moratória os dados referem-se aos saldos em dívida relativos a empréstimos a empresas privadas não financeiras em junho de 2020. Na análise do recurso a garantias públicas os dados referem-se aos montantes de empréstimos concedidos a empresas privadas não financeiras entre março e junho de 2020 (e em igual período de 2019). O risco de crédito é medido com base no *z-score* estimado de acordo com a metodologia apresentada no artigo de Antunes, Gonçalves e Prego (2016) "Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. II, n.º 2, abril. As empresas são classificadas como tendo risco elevado se tiverem um *z-score* acima da mediana. As empresas mais afetadas pela pandemia são essencialmente empresas dos setores do Alojamento e restauração, dos Transportes e das Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas.

A implementação atempada das moratórias e das garantias públicas terá sido crucial para mitigar os efeitos da pandemia sobre a liquidez das empresas portuguesas. Contudo, enquanto para algumas empresas os efeitos podem ter sido temporários, para outras os choques poderão ser mais prolongados, ameaçando a sua viabilidade. A avaliação desta viabilidade é difícil mas crucial para uma alocação eficiente de recursos limitados, que promova uma recuperação sustentada da economia portuguesa.

## 2.5 Moratórias de crédito às famílias

O Governo português aprovou um regime de moratória de crédito para as famílias, sem originar uma situação de incumprimento ou de reestruturação do crédito. Esta medida foi complementada por moratórias da iniciativa das associações representativas das instituições de crédito.<sup>3</sup> No curto prazo, as moratórias reduzem as necessidades de liquidez das famílias e mitigam o agravamento dos indicadores da qualidade do crédito dos bancos.

A moratória pública estará em vigor até 30 de setembro de 2021 e o prazo de adesão terminou em 30 de setembro de 2020. A medida aplica-se às famílias afetadas pela pandemia que tenham a sua situação tributária e financeira regularizada e abrange os créditos garantidos por hipoteca, a locação financeira de imóveis destinados a habitação e o crédito destinado a financiar serviços de educação. As moratórias privadas abrangem contratos de crédito que não beneficiam da moratória pública, nomeadamente os contratos de crédito pessoal, o crédito automóvel e os cartões de crédito.

3. O Portal do Cliente Bancário divulga informação detalhada sobre a aplicação das moratórias pública e privadas. A Caixa 1 "A importância da introdução de moratórias de crédito no contexto da pandemia de COVID-19" do Relatório de Estabilidade Financeira de junho de 2020 apresenta uma sistematização dos regimes de moratórias.

Em junho de 2020, 296 mil devedores particulares beneficiavam de uma moratória de crédito (considerando apenas o primeiro mutuário dos empréstimos), correspondendo a 7% dos devedores com crédito efetivo registado na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). Esta percentagem é mais expressiva no crédito à habitação e no crédito pessoal, em que 13% e 10% dos devedores beneficiavam de uma moratória, do que no crédito automóvel em que apenas 4,5% dos devedores beneficiavam (Quadro III.2.2.).

Os devedores com 65 anos ou mais e os devedores reformados, cujo rendimento terá sido menos afetado pela crise, recorreram menos a moratórias em qualquer dos tipos de crédito analisados. Na classe de idade mais elevada 5,2%, 3,2% e 1,4% dos devedores beneficiaram de moratória no crédito para habitação, pessoal e automóvel, respetivamente (5,6%, 4,2% e 1,7% no caso dos reformados). A intensidade do recurso à moratória é pouco diferenciada por grau de escolaridade.

O maior recurso a moratórias ocorre nos devedores com menos de 45 anos ou que são trabalhadores por conta própria, o que se poderá justificar por terem rendimentos mais sensíveis a choques. Adicionalmente, para as famílias em que o indivíduo de referência tem entre 35 e 45 anos ou é trabalhador por conta própria, o rácio entre as prestações dos empréstimos e o rendimento disponível é relativamente elevado (valores medianos de 19,2% e 19,3%, respetivamente, que comparam com 17,5%, no conjunto das famílias, segundo os dados do Inquérito à Situação Financeira das Famílias de 2017). A importância das moratórias para as famílias mais jovens no contexto do choque pandémico está em linha com os resultados obtidos num exercício de simulação do efeito de curto prazo da pandemia na situação financeira das famílias.<sup>4</sup>

**Quadro III.2.2 • Número de devedores que recorreram a moratória | Percentagem do total de cada tipo de devedores**

	Habitação	Pessoal	Automóvel
Total de devedores	13,2	10,3	4,5
Idade do devedor			
Menos de 35 anos	15,8	11,1	5,5
35 a 44 anos	15,8	13,2	5,6
45 a 54 anos	13,4	11,7	4,3
55 a 64 anos	10,0	8,3	2,7
Mais de 64 anos	5,2	3,2	1,4
Situação laboral do devedor			
Empregado por conta de outrem	12,9	11,6	4,7
Empregado por conta própria	21,9	18,9	9,4
Desempregado	14,8	14,0	5,9
Reformado	5,6	4,2	1,7
Estudante	11,1	11,9	4,9
Outros inativos	13,0	13,1	5,2
Escolaridade do devedor			
Superior	13,0	13,7	5,0
Secundário	16,2	13,9	6,1
Básico ou inferior	10,9	9,4	4,2

Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito e referem-se a particulares com dívida em junho de 2020.

4. Ver Tema em destaque “O impacto económico da crise pandémica” do *Boletim Económico* de maio de 2020.

Uma estimativa do montante total das prestações sujeitas a moratória, com base nos dados da CRC, aponta para um valor de cerca de 2,2 mil milhões de euros, que representa cerca de 12% do valor aproximado das prestações acumuladas até setembro de 2021. O valor do crédito sujeito a moratória era de 20,7 mil milhões de euros em junho de 2020, ou seja, 15,7% do total de crédito a particulares registado na CRC. Deste valor 16,7 mil milhões correspondiam a crédito à habitação, 1,8 mil milhões a crédito pessoal e 0,5 mil milhões a crédito automóvel (17,0%, 17,6% e 6,0% do total de crédito destes segmentos) (Quadro III.2.3).

O peso do crédito abrangido por moratórias no valor do crédito total às famílias é baixo no caso das famílias que têm tipicamente situações laborais mais vulneráveis como as mais jovens, de menor escolaridade e os trabalhadores por conta própria. O crédito abrangido por uma moratória dos devedores com menos de 35 anos, dos que têm escolaridade igual ou inferior ao básico e dos trabalhadores por conta própria pesa, respetivamente, 2,0%, 1,5% e 1,9% no crédito à habitação, 3,1%, 2,2% e 1,8% no crédito pessoal e tem um peso ainda menor no crédito automóvel. A maior parte do montante total de crédito que beneficia de moratórias concentra-se, tal como o crédito total, nos devedores das classes intermédias de idade, com escolaridade igual ou superior ao secundário e nos trabalhadores por conta de outrem. Adicionalmente, mais de 80% do crédito com moratória é crédito para habitação, que é garantido por um imóvel e tem taxas de incumprimento baixas. Estas situações mitigam a potencial perda para o sistema financeiro decorrente da materialização do risco de crédito após a vigência das moratórias.

**Quadro III.2.3 • Distribuição do crédito por tipo de devedor | Percentagem do total do crédito de cada segmento**

	Abrangido por moratória			Total		
	Habitação	Pessoal	Automóvel	Habitação	Pessoal	Automóvel
<b>Total de devedores</b>	17,0	17,6	6,0	100,0	100,0	100,0
Idade do devedor						
Menos de 35 anos	2,0	3,1	1,9	12,1	16,5	27,4
35 a 44 anos	7,1	5,5	2,0	39,7	24,7	26,3
45 a 54 anos	5,9	5,3	1,4	34,1	27,0	24,4
55 a 64 anos	1,8	2,9	0,6	11,8	19,7	14,5
Mais de 64 anos	0,2	0,8	0,2	2,3	12,1	7,3
Situação laboral do devedor						
Empregado por conta de outrem	13,8	14,0	4,7	85,0	77,4	81,4
Empregado por conta própria	1,9	1,8	0,9	7,0	7,1	7,7
Desempregado	0,7	0,5	0,2	3,2	2,5	2,4
Reformado	0,2	0,7	0,2	2,0	9,3	6,9
Estudante	0,1	0,2	0,0	0,7	1,3	0,8
Outros inativos	0,4	0,4	0,1	2,1	2,4	1,0
Escolaridade do devedor						
Superior	7,9	6,3	1,7	50,5	35,7	30,3
Secundário	7,5	9,0	3,4	38,9	48,0	50,8
Básico ou inferior	1,5	2,2	0,9	10,6	16,3	18,9

Fonte: Banco de Portugal. | Notas: Os dados foram obtidos com base na Central de Responsabilidades de Crédito e referem-se aos saldos em dívida de particulares em junho de 2020. O crédito dos devedores para os quais não foi reportada a situação laboral e o nível de escolaridade foi repartido pelos diferentes grupos de acordo com a repartição do crédito dos devedores com situação conhecida.



## 3 Estrutura setorial e resposta das empresas

### 3.1 A utilização do teletrabalho em Portugal

A crise pandémica e a necessidade de distanciamento social promoveram adaptações laborais. Os resultados do Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas – COVID-19 (COVID-IREE) identificam o teletrabalho como uma estratégia que permitiu às empresas manter o pessoal efetivamente a trabalhar no segundo trimestre do ano. No total dos setores incluídos no COVID-IREE, o regime de teletrabalho foi utilizado por cerca de metade das empresas ao longo do segundo trimestre, abrangendo aproximadamente 21% dos trabalhadores.

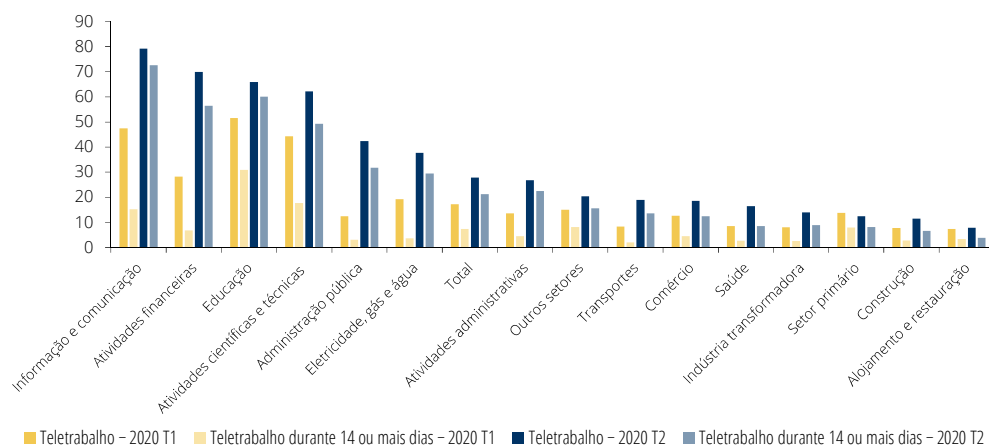
Esta secção caracteriza a utilização do teletrabalho em Portugal na primeira metade de 2020 através dos microdados do Inquérito ao Emprego do INE. Para a análise, as questões sobre se o trabalhador exerceu a sua profissão em casa no período de referência e durante quantos dias são usadas como *proxy* para a utilização do teletrabalho na população empregada. Esta informação aponta para um forte aumento da utilização do teletrabalho. No segundo trimestre de 2020, 27,8% da população empregada esteve algum período em teletrabalho (aproximadamente 1,316 milhões de pessoas), mais 10,6 pp do que no trimestre anterior e 11,9 pp face ao trimestre homólogo. Adicionalmente, a parcela de trabalhadores em teletrabalho durante 14 ou mais dias aumentou para 21,4% (cerca de 1,010 milhões pessoas), de cerca de 7,0% nos trimestres homólogos. Estes resultados revelam aumentos não só no uso de teletrabalho como na intensidade de utilização.

A utilização do teletrabalho depende das próprias características das funções desempenhadas sendo, por isso, muito heterogénea em termos de profissões e setores de atividade. Os setores do Alojamento e restauração, da Construção, o Setor primário e os setores da Indústria transformadora e da Saúde registaram as menores percentagens de teletrabalho relativamente ao emprego total do setor (Gráfico III.3.1). Pelo contrário, os setores das Atividades de informação e comunicação, das Atividades financeiras, da Educação, e das Atividades de consultoria, técnicas e científicas apresentaram percentagens de utilização do teletrabalho superiores a 60% no segundo trimestre de 2020.

O Gráfico III.3.2 ilustra a forte relação positiva entre a escolaridade dos trabalhadores e a utilização de teletrabalho. Nos indivíduos com escolaridade inferior ao ensino secundário, a parcela em teletrabalho foi de 6,5% no segundo trimestre do ano. Esta proporção aumenta para 22,4% nos indivíduos com ensino secundário e para 62,0% nos indivíduos com ensino superior (11,6% e 39,9% no primeiro trimestre, respetivamente). Esta disparidade é igualmente visível na intensidade da utilização do teletrabalho, com cerca de metade dos trabalhadores com ensino superior a executar a sua profissão remotamente durante 14 ou mais dias.

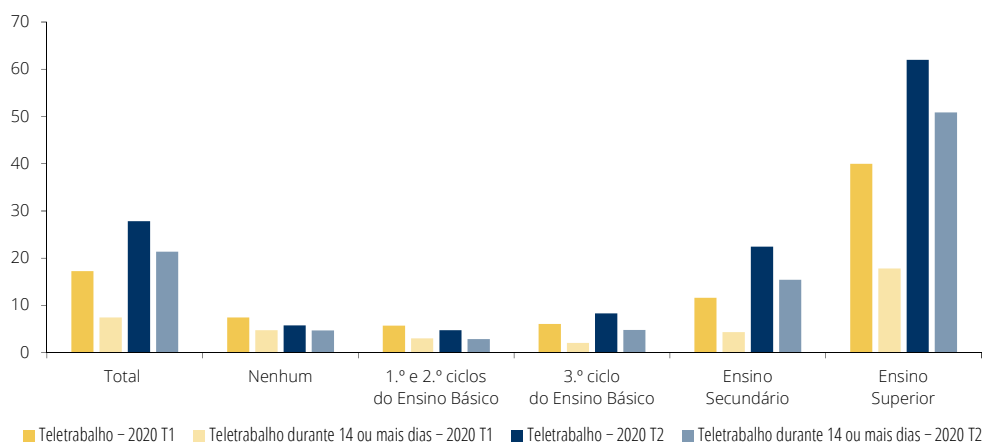
O Gráfico III.3.3 apresenta a taxa de variação homóloga do emprego por profissão em função da proporção de indivíduos a trabalhar remotamente em cada profissão. Como seria expectável numa situação de confinamento e distanciamento social, as maiores reduções do emprego registaram-se em profissões com menor utilização de teletrabalho. A possibilidade de trabalhar remotamente contribuiu para minimizar perdas de emprego. Esta evidência, em conjunto com o facto de as profissões com menores qualificações e consequentemente menores rendimentos serem menos propensas a trabalhar remotamente, sugere que a crise pandémica poderá acentuar a desigualdade, ainda que mitigada pelas medidas de apoio excepcional ao rendimento das famílias.

**Gráfico III.3.1 • Utilização do teletrabalho, total e por setor de atividade | Percentagem do emprego**



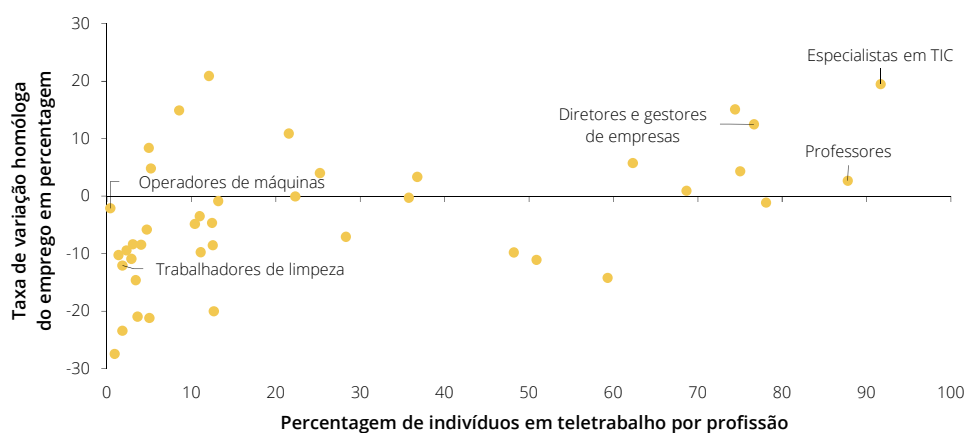
Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os setores no gráfico estão definidos de acordo com as secções da CAE-Rev.3 e encontram-se dispostos por ordem decrescente do nível de utilização do teletrabalho no segundo trimestre de 2020. O Setor primário engloba as secções A (Agricultura, silvicultura e pesca) e B (Indústria extrativa) da CAE. O setor da Electricidade, gás e água inclui as secções D e E da CAE. As Atividades científicas e técnicas incluem as Atividades imobiliárias (secção L) e as Atividades de consultoria, técnicas e científicas (secção M). Os Outros setores englobam as secções R (Atividades artísticas), S (Outras atividades de serviços), T (Atividades das famílias) e U (Atividades dos organismos internacionais).

**Gráfico III.3.2 • Utilização do teletrabalho, total e por nível de escolaridade | Percentagem do emprego**



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

**Gráfico III.3.3 • Utilização do teletrabalho e taxa de variação homóloga do emprego por profissão no segundo trimestre de 2020**



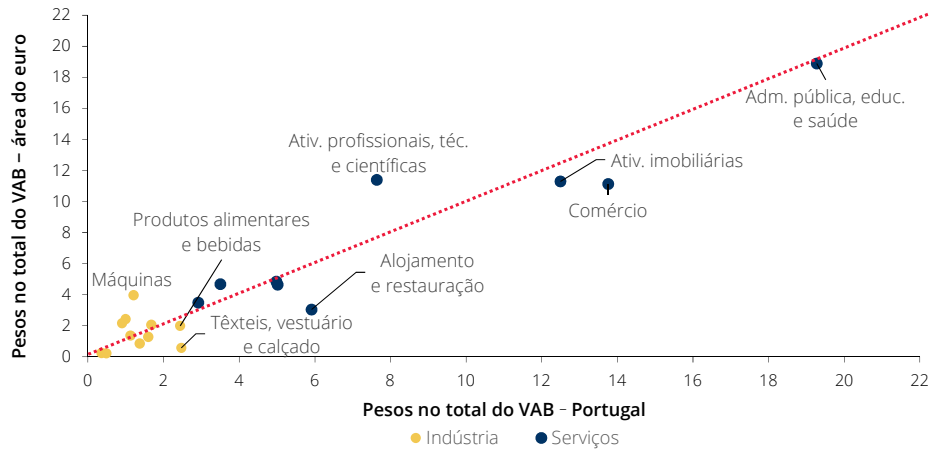
Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal). | As profissões presentes no Gráfico III.3.3 correspondem às profissões a dois dígitos da Classificação Nacional de Profissões (versão 2010), à exceção das forças armadas que se encontram agregadas a um dígito.

## 3.2 A estrutura produtiva em Portugal e o impacto da pandemia

A pandemia de COVID-19 e as medidas de distanciamento social adotadas para conter a crise sanitária implicaram uma queda significativa na atividade económica mundial na primeira metade de 2020. No entanto, o impacto sobre as diversas economias foi diferenciado em função da estrutura produtiva. Esta secção analisa a estrutura produtiva em Portugal e o seu impacto na exposição ao choque decorrente da pandemia. A análise para Portugal é comparada com a da área do euro e é baseada nos dados do VAB das contas nacionais anuais com uma desagregação de 38 setores de atividade.

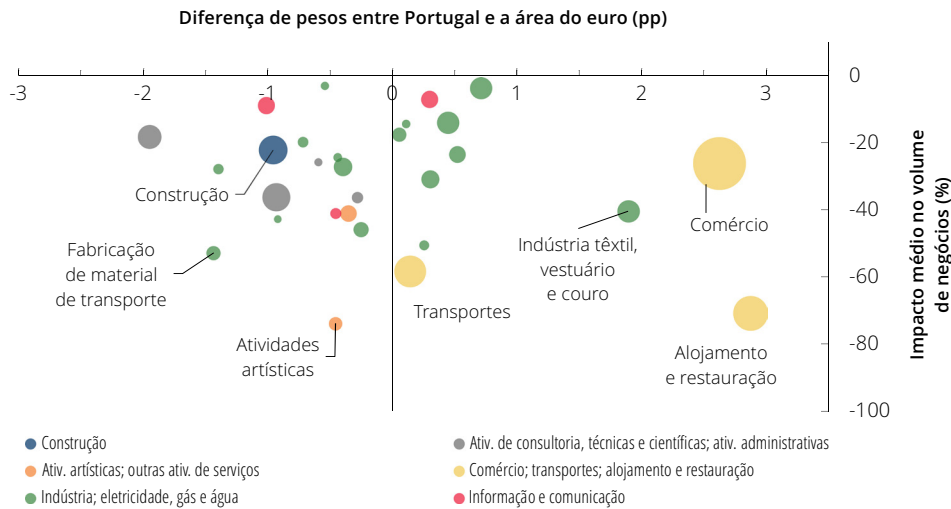
A estrutura produtiva em Portugal é próxima da da área do euro. Em 2017, os serviços tinham um peso ligeiramente superior no VAB em Portugal face à área do euro (75,5% versus 73,4%) e, em contrapartida, o VAB da indústria um peso inferior (14,6%, que compara com 17,2%). O Gráfico III.3.4 mostra que as estruturas por subsectores não são substancialmente diferentes entre Portugal e a área do euro, destacando-se no entanto alguns casos particulares. Na estrutura do VAB da indústria em Portugal os principais setores são os Têxteis, vestuário e calçado e os Produtos alimentares e bebidas. Estes setores, e em especial os Têxteis, vestuário e calçado, apresentam um peso no total da economia maior em Portugal (2,5%) do que na área do euro (0,6%). Na área do euro, os principais setores da indústria correspondem aos setores de Máquinas, Material de transporte e Químicos, os quais assumem um peso mais elevado do que em Portugal, com destaque para o diferencial registado no setor das Máquinas (com peso no total do VAB de 1,2% em Portugal e 4,0% na área do euro). No que se refere aos serviços, Portugal apresenta um peso superior no Comércio (13,8% contra 11,1%) e no Alojamento e restauração (5,9% contra 3,0%) e inferior nas Atividades profissionais, técnicas e científicas (2,9% que compara com 3,5%).

**Gráfico III.3.4 • Estrutura do VAB por subsectores da indústria e dos serviços em Portugal e na área do euro em 2017 | Percentagem**



Fontes: INE e Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A linha pontilhada a vermelho corresponde à bisetriz do quadrante.

**Gráfico III.3.5 • Impacto médio em abril-junho da pandemia no volume de negócios por setor e diferença de pesos dos setores no VAB entre Portugal e a área do euro em 2017**



Fontes: Eurostat, INE e Banco de Portugal. | Notas: Para cada setor considerou-se a desagregação por ramo de atividade A38 (as cores correspondem à agregação correspondente na nomenclatura A10). A dimensão dos círculos representa o peso de cada setor no VAB total de 2017 em Portugal. Os resultados do impacto da pandemia baseiam-se nas respostas às questões sobre o impacto no volume de negócios do COVID-IREE. Os resultados correspondem à média dos meses de abril, maio e junho, cada um dos quais corresponde à média simples das respostas nas várias semanas que compõem o mês. Não estão incluídos os seguintes ramos de atividade: A (Agricultura, silvicultura e pesca); K (Atividades financeiras); L (Atividades imobiliárias); e os ramos O-Q (Administração pública, educação e saúde).

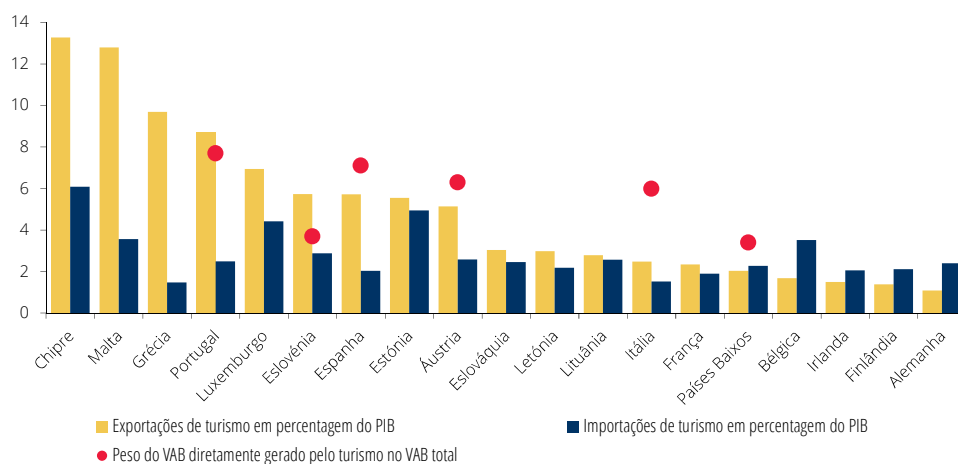
No contexto atual, é interessante perceber em que medida as diferenças na estrutura produtiva se relacionam com a exposição da economia aos efeitos da recente pandemia de COVID-19. De acordo com o Inquérito Rápido e Excepcional às Empresas – COVID-19 (COVID-IREE), o impacto negativo no volume de negócios das empresas foi generalizado, mas assumiu intensidades diferentes por setor. O impacto entre abril e junho foi mais negativo nos serviços,

em particular no Alojamento e restauração, Transportes e Atividades artísticas e recreativas. Com base no COVID-IREE estima-se nestes três meses um impacto médio negativo em torno de 70% no volume de negócios nos casos do Alojamento e restauração e das Atividades artísticas e recreativas e de cerca de 60% nos Transportes (bastante mais negativo, cerca de 85%, no subsetor dos transportes aéreos). Estes setores, e em particular o Alojamento e restauração e os Transportes, aumentaram o seu peso no VAB total nos últimos anos. Adicionalmente, a maior especialização de Portugal face à área do euro no setor do Alojamento e restauração traduz-se numa maior vulnerabilidade da economia portuguesa ao impacto da pandemia (Gráfico III.3.5). Refira-se que a especialização produtiva condiciona também as relações intersetoriais do tecido produtivo, tendo estes vínculos um papel relevante na propagação de choques ao longo da cadeia de produção, o que não é considerado na análise apresentada.

### 3.3 O impacto da pandemia no setor do turismo

Em 2019, o peso das exportações de turismo em Portugal era de 8,7% do PIB, o quarto valor mais alto da área do euro (Gráfico III.3.6). A taxa de crescimento média deste agregado nos últimos cinco anos foi de 12,5%, a mais elevada da área do euro. No total do VAB da economia, o setor do turismo tinha um peso de 8% em 2018, que aumenta para 11% se for considerado também o impacto indireto sobre a atividade económica. A componente de não residentes determina dois terços do VAB do turismo. Num contexto de restrições à mobilidade, o mercado de residentes é um fator importante para a resiliência do setor. No entanto, no caso de Portugal este potencial é limitado dado que a taxa de cobertura das exportações pelas importações de turismo foi de 28,8% em 2019 – com um peso das importações de cerca de 2,5% do PIB – relativamente baixa para os padrões europeus. Consequentemente, o principal determinante do turismo deverá continuar a ser a componente internacional.

**Gráfico III.3.6 • Peso dos fluxos internacionais de turismo no PIB e peso do VAB diretamente gerado pelo turismo no VAB total | Percentagem**

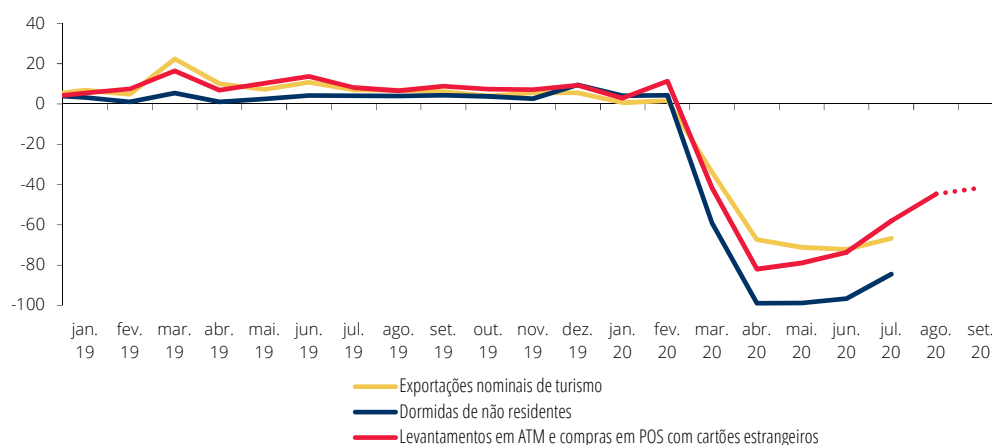


Fontes: INE, UNWTO e Banco de Portugal. | Notas: No caso dos fluxos internacionais de turismo, os dados correspondem a 2019. Para o peso do VAB do turismo, os dados abrangem um período de 2014 a 2017, consoante os países, e estão apenas considerados os países cujos dados estão disponíveis na conta satélite do turismo e com uma metodologia consistente entre si.

No primeiro semestre de 2020, a atividade turística em Portugal foi particularmente afetada pelas restrições à mobilidade a nível interno e nos mercados emissores, incluindo a suspensão dos voos e o fecho das fronteiras a nível mundial. Estas restrições, em simultâneo com os receios de contágio, levam a que se estime que o impacto negativo da pandemia seja particularmente persistente neste setor.

A redução das exportações de turismo fez-se sentir a partir de março, com quebras sem precedentes no período entre abril e junho, de cerca de 70% (Gráfico III.3.7). Outros indicadores da atividade turística, como as dormidas de não residentes e os levantamentos e compras com cartões bancários estrangeiros também atingiram mínimos históricos no mês de abril. Desde então observou-se uma recuperação muito ligeira deste segmento de mercado. A recuperação do turismo interno iniciou-se mais cedo. Em junho e julho as dormidas de residentes ainda apresentaram reduções de 60,3% e 32,7%, respetivamente, mas menores do que as quedas de 95,6% e 82,8% no caso dos não residentes.

**Gráfico III.3.7 • Indicadores de atividade turística de não residentes | Taxa de variação homóloga em percentagem**



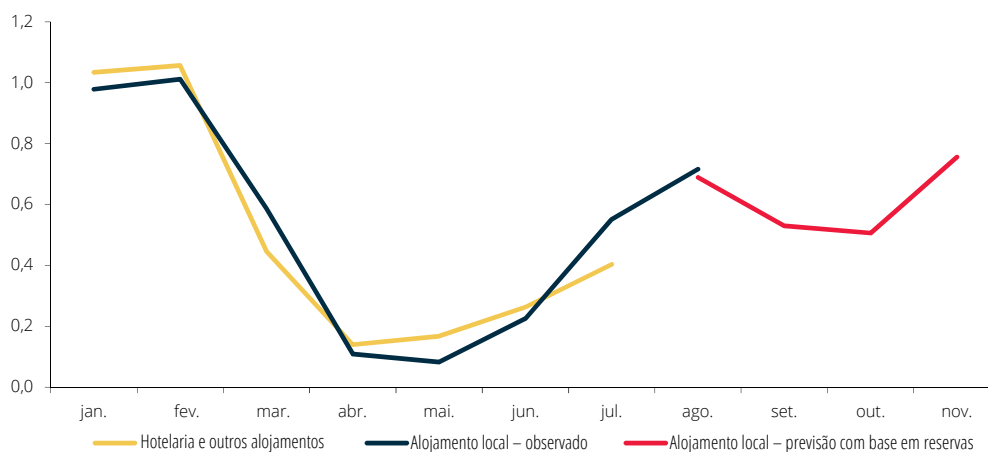
Fontes: INE, SIBS e Banco de Portugal. | Nota: Dados corrigidos de sazonalidade e de efeitos de calendário, exceto no caso da estimativa de movimentos em ATM/POS para o último mês disponível, que é obtida com base na variação homóloga dos dias disponíveis do mês.

Os principais países emissores de turismo destinado a Portugal concentram-se na Europa. O peso conjunto da Espanha, Reino Unido, França e Alemanha totaliza 51,3% das dormidas, 61,4% das chegadas de turistas e 54% das exportações de turismo em termos nominais. A proximidade geográfica destes países pode ser um aspeto favorável às perspetivas do setor, desde que a pandemia permaneça controlada nos mercados emissores e em Portugal.

Os indicadores prospetivos da atividade turística apontam para uma recuperação limitada durante os meses de verão e início do outono. De acordo com o Destaque Atividade Turística do INE, em julho, a maioria dos estabelecimentos de alojamento turístico previa taxas de ocupação inferiores a 50% de junho a outubro. A informação de reservas em alojamento local com 10 ou mais camas aponta para taxas de ocupação entre agosto e outubro de cerca de 60% dos valores observados no período homólogo, com um aumento moderado em novembro (Gráfico III.3.8). No entanto, pela sua natureza mais individualizada, este segmento de alojamento poderá ser menos afetado pela redução da procura do que a hotelaria. No inquérito os estabelecimentos que indicam ter

tido cancelamentos de reservas de junho a outubro representam 63,4% da capacidade disponível deste segmento, o que compara com 85,3% para o segmento da hotelaria.

**Gráfico III.3.8 • Alojamento turístico | Rácio entre as taxas de ocupação de 2019 e 2020**



Fontes: INE, Airdna e seetransparent.com (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Os dados para a hotelaria e outros alojamentos correspondem à taxa líquida de ocupação-cama. A proxy para a taxa de ocupação média nacional observada em alojamento local é obtida como a média ponderada das taxas de ocupação em Lisboa, Porto e Albufeira, considerando os pesos relativos no número de camas em alojamento local com mais de 10 camas relativos à Área Metropolitana de Lisboa, Norte e Algarve em 2019. A informação de base diz respeito às empresas Airbnb, Booking e Vrno. A previsão para a taxa de ocupação de alojamento local é obtida com base em informação de reservas das empresas Airbnb e Vrno. Esta última informação foi atualizada a 1 de setembro, pelo que os dados relativos a agosto são observados.

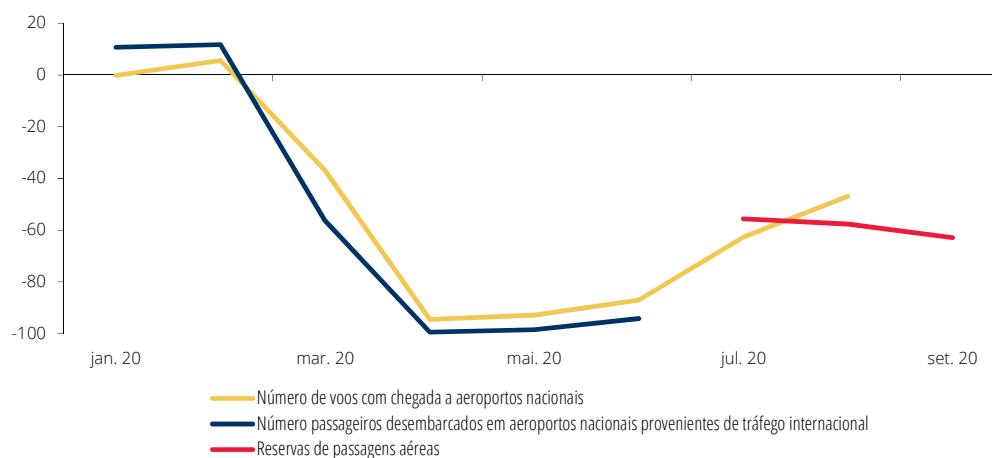
A informação de reservas de passagens aéreas com destino a Portugal também aponta para quebras da procura em termos homólogos na ordem dos 50% em julho-setembro. Ainda assim, esta evolução constitui uma recuperação face a quedas na ordem dos 90 a 100% de abril a junho (Gráfico III.3.9). Este indicador poderá subestimar a recuperação das exportações de turismo se aumentar a importância das deslocações rodoviárias. As reduções nas reservas são mais expressivas para países não europeus, o que reflete as maiores restrições de circulação fora do espaço Schengen, mas é também ilustrativo da tendência esperada de redução da distância média das viagens.

Numa perspetiva global, as previsões e cenários elaborados por vários organismos internacionais relativamente à evolução do turismo mundial, embora diversas nas variáveis e abordagens consideradas, apontam para quedas em 2020 na ordem dos 55-70% nos indicadores ligados ao turismo.<sup>5</sup> Nos próximos anos deverá registar-se uma recuperação gradual mas, de acordo com a previsão da ETC/Tourism Economics, só em 2023 deverá ser atingido o número de chegadas de turistas internacionais registado em 2019. De acordo com a previsão da IATA, os indicadores de tráfego aéreo só em 2024 deverão retomar os valores registados em 2019.<sup>6</sup>

5. Entre estas previsões incluem-se as da European Travel Commission (ETC)/Tourism Economics (Oxford Economics), da Airports Council International e International Air Transport Association (IATA)/Tourism Economics (Oxford Economics), divulgadas em julho de 2020, bem como os cenários otimistas (correspondentes à recuperação do turismo internacional em julho) da OCDE e UNWTO.

6. "COVID 19 June data and revised air travel outlook", IATA, 28 de julho de 2020.

Gráfico III.3.9 • Transporte aéreo de passageiros | Taxa de variação homóloga em percentagem



Fontes: INE, Eurocontrol e Turismo de Portugal (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: A informação das reservas diz respeito a bilhetes de avião com destino a Portugal vendidos por agências de viagens e companhias aéreas em países que totalizam cerca de 75% das exportações de turismo em 2019.

A incerteza em torno destas projeções é elevada. A evolução da própria pandemia (a maioria destas previsões e cenários não considera a possibilidade uma segunda vaga de infeções na segunda metade de 2020) e as correspondentes medidas de contenção afetarão as viagens e a capacidade de oferta. O impacto da pandemia sobre o rendimento das famílias – em particular dada a elevada elasticidade procura-rendimento deste tipo de serviços – assim como a confiança e as alterações das preferências dos consumidores são igualmente relevantes.

Uma abordagem coordenada entre países é também essencial para o sucesso da retoma da atividade turística, como sugere a recuperação dos voos na Europa que teve lugar a partir de meados de junho. O peso do turismo na economia torna Portugal mais vulnerável à crise do setor, o que constitui um desafio que se prolongará mesmo para além da crise de saúde pública.