

Saldos da balança corrente ajustados do ciclo em Portugal

João Amador
Banco de Portugal
Nova School of Business and
Economics

João Falcão Silva
Banco de Portugal
Nova School of Business and
Economics

Janeiro de 2019

Resumo

Este artigo baseia-se na metodologia sugerida por Fabiani *et al.* (2016) para calcular o saldo da balança corrente ajustada do ciclo económico para a economia portuguesa no período 1995-2017. A metodologia utiliza os hiatos do produto domésticos e externos, elasticidades de exportações e o conteúdo importado da procura interna, distinguindo entre exportações e importações ajustadas do ciclo económico. Adicionalmente, calcula-se o ajustamento cíclico para as exportações e importações bilaterais face aos principais parceiros comerciais de Portugal. Concluímos que o forte ajustamento registado no saldo da balança corrente Portuguesa após 2010 teve uma natureza eminentemente estrutural, embora também tenha existido um efeito positivo resultante dos desenvolvimentos cíclicos. (JEL: E32, F32, F40)

Introdução

O aumento do saldo da balança corrente após 2010 é uma das principais vertentes do reequilíbrio macroeconómico da economia portuguesa, ocorrido no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira, aplicado na sequência da crise da dívida soberana na área do euro. De acordo com as estatísticas da Balança de Pagamentos, o saldo da balança corrente portuguesa evoluiu de um défice de aproximadamente 10 por cento do PIB em 2010 para um excedente de 0,5 por cento em 2017. Registaram-se também ajustamentos consideráveis na balança corrente de outros países da União Europeia (UE). Neste contexto, uma importante questão de política consiste em saber se tal evolução resultou de um ajustamento estrutural ou simplesmente de desenvolvimentos cíclicos. O artigo tenta responder a esta questão para a economia portuguesa.

Agradecimentos: Os autores agradecem os comentários e sugestões de Nuno Alves, António Antunes, Sónia Cabral, Sónia Félix, Miguel Gouveia, José Ramos Maria, Filipa Lima e António Rua. Todos os erros e omissões são da responsabilidade dos autores. As opiniões expressas neste artigo são da exclusiva responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema.

E-mail: jamador@bportugal.pt; jmfsilva@bportugal.pt

Os desequilíbrios da balança corrente e as subsequentes dificuldades de financiamento externo foram fenómenos recorrentes em Portugal nas últimas seis décadas. Em 1977-78 e 1983-84, a economia portuguesa passou por programas de estabilização económica com o Fundo Monetário Internacional (FMI). As reduzidas poupanças privadas, as importantes necessidades de investimento e os desequilíbrios orçamentais traduziram-se em repetidos défices nas contas externas e consideráveis necessidades de financiamento externo.

A figura 1 mostra as exportações, importações e o saldo da balança de bens e serviços em percentagem do PIB numa perspectiva histórica. A evolução da economia portuguesa nos anos noventa e na primeira década deste século caracterizou-se também por elevados défices da balança corrente que conduziram a uma forte deterioração da posição de investimento internacional líquida, a qual atingiu uma posição devedora de 108 por cento do PIB em 2009. A redução das taxas de juro associada à transição para um regime de baixa inflação no caminho para a adesão à união monetária expandiram consideravelmente a procura interna e tal foi agravado por uma orientação pro-cíclica da política orçamental. O aumento das importações associado à crescente procura interna coincidiu com a alteração do padrão de vantagens comparativas que levou a uma considerável perda de quota de mercado das exportações. Esta perda foi motivada pelo alargamento da UE aos países da Europa Central e Oriental e pela forte concorrência asiática. Adicionalmente, a lenta correção dos desequilíbrios macroeconómicos e a lenta reafetação de recursos do setor não transacionável para o transacionável implicaram uma exposição prolongada aos riscos externos, materializada com a crise económica e financeira de 2008. Neste contexto, a abrupta interrupção do financiamento externo em alguns países da área do euro e ciclo vicioso que liga os riscos bancários à dívida soberana ameaçaram a união monetária (veja-se, por exemplo, Salto e Turrini (2010)). Em Portugal, as fortes dificuldades em aceder ao financiamento externo conduziram em 2011 a um programa de assistência económica e financeira que envolveu a Comissão Europeia, o Banco Central Europeu e o FMI, e que incluiu condicionalidade em diversas áreas.

O período após 2011 caracterizou-se por melhorias no saldo da balança de bens e serviços portuguesa. Como é visível na Figura 1, esses desenvolvimentos foram bastante significativos em termos históricos. Os pequenos excedentes recentemente registados na balança de bens e serviços contrastam com os elevados défices das últimas décadas. No entanto, o ajustamento das contas externas ocorreu num contexto de contração da atividade económica, suscitando preocupações quanto à sua sustentabilidade numa fase de recuperação cíclica. Uma questão complementar consiste no impacto sobre o equilíbrio da balança de bens e serviços da evolução económica nos principais parceiros comerciais, ou seja, em que medida

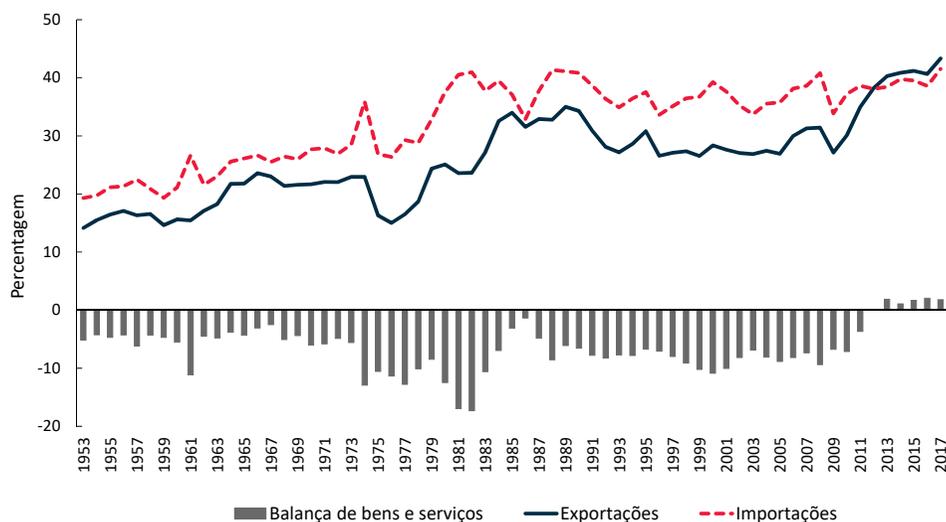


GRÁFICO 1: Balança de bens e serviços em percentagem do PIB em Portugal 1952-2017

Fonte: Banco de Portugal (Séries Longas + BPStat, Estatísticas da Balança de Pagamentos).

o ajustamento externo foi dificultado por melhorias paralelas nas contas externas desses parceiros.

A literatura que compara entre saldos correntes e cíclicos na balança corrente tem crescido nos últimos anos. As contribuições metodológicas iniciais foram as de Sachs (1981) e Buitier (1981), enquanto Obstfeld e Rogoff (1995) abordou este tópico numa perspectiva intertemporal. Várias aplicações empíricas, baseadas principalmente na relação entre os saldos externos e o hiato entre poupança e investimento, discutem os determinantes fundamentais dos saldos das balanças correntes (e.g. Faruqee e Debelles 1996; Milesi-Ferretti e Blanchard 2011; Chinn e Prasad 2003; Gruber e Kamin 2005; CáZorzi e A. Chudik 2009).

A literatura apresenta dois métodos principais de ajustamento do saldo da balança corrente ao efeito do ciclo económico. O primeiro método baseia-se na estimação de regressões em que o saldo da balança corrente está correlacionado com um conjunto de variáveis demográficas, macroeconómicas, financeiras e institucionais. A balança corrente estrutural é obtida aplicando os coeficientes estimados aos valores da tendência (médio prazo) das variáveis explicativas. Essa abordagem considera geralmente um painel de países e um longo período de tempo. Alternativamente, é possível obter o ajustamento cíclico estimando uma equação de curto prazo com o saldo da balança corrente desfasado e um conjunto de variáveis que não

afetam as posições estruturais mas que influenciam a balança corrente no curto prazo.

As organizações internacionais têm utilizado e desenvolvido este tipo de métodos. O método mais recente de avaliação do saldo externo (External Balance Assessment - EBA) do *IMF Consultative Group on Exchange Rates* (CGER) é um bom exemplo (veja-se Phillips *et al.* (2013)). A Comissão Europeia tem também utilizado um método muito semelhante ao FMI-EBA para calcular alguns indicadores específicos. A OCDE também usa este tipo de metodologia. Em particular, Cheung e Rusticelli (2010) avalia a ligação entre os determinantes estruturais e cíclicos dos saldos da balança corrente usando dados de painel sobre diferenças demográficas, posições orçamentais, dependência e intensidade do petróleo e nível de desenvolvimento económico, entre outros. Tamara (2016) aponta as limitações deste tipo de metodologia, referindo que os saldos das balanças correntes são estimados diretamente, considerando fatores fundamentais e de curto prazo. Embora o método da EBA produza um indicador de balança corrente fortemente integrado e robusto, é sensível às fontes estatísticas e podem existir problemas de endogeneidade entre os saldos da balança corrente e o hiato do produto. Além disso, esta metodologia não considera a heterogeneidade entre países nem, como mencionado por Sastre e Viani (2014), fatores de competitividade.

No que diz respeito a Portugal, Afonso e Silva (2017) estudou a decomposição da balança corrente entre componentes cíclicos e estruturais, considerando a Alemanha como referência para avaliar os seus determinantes. Mais recentemente, Afonso e Jalles (2018) distinguiu entre determinantes cíclicas e estruturais da balança corrente, apresentando também uma melhoria das metodologias utilizadas nas avaliações de política.

O segundo método de cálculo do saldo da balança corrente estrutural, concentra-se na componente de bens e serviços e baseia-se nas elasticidades do comércio externo. Uma grande vantagem desta abordagem é a possibilidade de ajustar separadamente as parcelas das exportações e das importações. Haltmaier (2014) quantifica a componente cíclica do saldo da balança corrente de vários países estimando uma elasticidade de longo prazo (tendência) numa relação de cointegração entre o comércio e o produto, bem como uma elasticidade de curto prazo (cíclica).¹ As limitações desta abordagem consistem na incerteza e revisões associadas aos hiatos do produto e às elasticidades comerciais. Adicionalmente, sublinhe-se que os ajustamentos que resultam da metodologia se relacionam exclusivamente com os hiatos do produto, ou seja, todas as outras variações das exportações e importações atribuíveis a aspetos temporários estão incluídas na componente

1. Os efeitos do hiato do produto interno e externo sobre os desvios da taxa de câmbio real são usados noutros modelos, tais como Wu (2008) e Kara e Sarikaya (2013).

estrutural. Isto explica, em parte, os desvios moderados entre os saldos da balança corrente observados e ajustados do ciclo. Em geral, as duas abordagens metodológicas devem ser tomadas como complementares e não como substitutas.

Uma contribuição importante para a última vertente da literatura é a de Fabiani *et al.* (2016), que sugere um modelo baseado nas elasticidades do comércio para as exportações e importações. Os autores focam o caso italiano, mas também aplicam a metodologia à França, Alemanha e Espanha. De acordo com os resultados, o reequilíbrio das contas externas italianas tem sido em grande parte de natureza estrutural, com uma contribuição positiva proveniente da queda nos preços do petróleo. Para os outros países considerados, os desequilíbrios da balança corrente no período recente são amplificados quando corrigidos das posições cíclicas. Uma característica importante de Fabiani *et al.* (2016) é a consideração explícita dos efeitos de composição associados às diferentes componentes da procura, tal como sugerido por Bussière *et al.* (2013).

Neste artigo aplicamos a metodologia sugerida por Fabiani *et al.* (2016) à economia portuguesa para o período 1996-2017. Consideramos o ajustamento cíclico da balança corrente, tanto para as exportações como para as importações. No entanto, não discutimos os aspetos associados aos preços de energia nem à balança de rendimentos. Porém, calculamos as exportações e importações ajustadas para os principais parceiros comerciais portugueses, utilizando um conjunto de elasticidades comerciais bilaterais estimadas.

O artigo está organizado da seguinte forma. Na secção seguinte, descrevemos brevemente a metodologia seguida para o ajustamento cíclico das exportações e importações, tal como sugerido por Fabiani *et al.* (2016). A terceira secção identifica as bases de dados. A secção seguinte apresenta os resultados obtidos em termos agregados, detalha os efeitos cíclicos para os principais parceiros comerciais e discute sua robustez utilizando diferentes hiatos do produto e elasticidades comerciais. A última secção apresenta algumas considerações finais.

Methodologia

Ajustamento agregado

Esta secção baseia-se em Fabiani *et al.* (2016) para explicar as principais características do modelo que gera as expressões usadas para a elasticidade das exportações e importações face aos hiatos do produto interno e externo, respectivamente. Partimos da definição do saldo da balança corrente (CAB):

$$CAB = Exports - Imports + BPI + BSI \quad (1)$$

onde *BPI* e *BSI* significam “Balança de rendimento primário” e “Balança de rendimento secundário”, respectivamente. No entanto, o ajustamento foca-se apenas na balança de bens e serviços. Em termos de notação, as economias doméstica e estrangeira são designadas como *H* e *F*, respectivamente. Além disso, o PIB atual e potencial no país de origem, em termos reais, são identificados como *Y* e *Y**, respetivamente. Da mesma forma, *X** e *M** representam as exportações e importações potenciais na economia doméstica, em termos reais. Além disso, as variáveis nominais são indicadas como o produto da componente real e do índice de preços correspondente.

Tal como em Fabiani *et al.* (2016), as importações e exportações domésticas assumem-se isoelásticas, o que significa que apresentam uma elasticidade constante de longo prazo que é exógena. Assim, se o PIB estrangeiro (doméstico) aumentar um por cento, as exportações (importações) aumentam em $\Delta X(\Delta M)$ por cento. Começando pelo lado das vendas ao exterior, as exportações potenciais em termos reais são obtidas como:

$$\begin{aligned} X^* &= X + \Delta X = \\ &= X \left(1 + \frac{\Delta X}{X} \right) = X \left(1 + \theta_x \times \frac{\Delta Y^F}{Y^F} \right) = X \left(1 + \theta_x \times \frac{-y^F}{1 + y^F} \right) \end{aligned} \quad (2)$$

onde ΔX e ΔY^F são as diferenças entre os níveis observados das exportações e da produção estrangeira em termos reais face aos níveis prevalecentes no potencial (ou seja, distâncias face ao potencial e não as variações entre períodos consecutivos), respectivamente, e θ_x representa a elasticidade de longo prazo das exportações ao PIB real estrangeiro. A definição do hiato do produto estrangeiro $y^F = (Y^F - Y^{*F})/Y^{*F}$ estabelece o último termo na equação (2):

$$\frac{\Delta Y^F}{Y^F} = \frac{-y^F}{1 + y^F} \quad (3)$$

Em seguida, assumindo que os preços (P_X e P_Y) estão inalterados, as exportações nominais ciclicamente ajustadas (x^{adj}) são obtidas através da multiplicação do rácio das exportações não ajustadas no PIB (x , calculado em termos nominais) pelo rácio entre as exportações potenciais (estruturais) e observadas, em termos reais:

$$x^{adj} = \frac{P_X X^*}{P_Y Y} = \frac{P_X X}{P_Y Y} \times \frac{X^*}{X} = x \frac{X^*}{X} \quad (4)$$

Finalmente, combinando as equações (2) e (4), escrevemos as exportações ajustadas do ciclo como:

$$x^{adj} = x \left(1 - \theta_x \frac{y^F}{1 + y^F} \right) \quad (5)$$

A principal variável exógena é o hiato do produto estrangeiro y^F e a intuição é relativamente direta: O ajustamento cíclico das exportações

depende negativamente do hiato do produto estrangeiro. Se o produto dos parceiros comerciais portugueses for superior ao seu potencial, importarão mais e conseqüentemente as exportações domésticas beneficiam do ajustamento cíclico. A elasticidade das exportações é baseada numa regressão do painel entre países, tal como em Bussière *et al.* (2013).² No Apêndice A, apresentamos a metodologia e os resultados para as elasticidades das exportações domésticas relativamente ao PIB estrangeiro ($\theta_x = 2.6$).

Caso as importações domésticas sejam consideradas isoelásticas face ao PIB nacional, pode ser utilizada uma expressão semelhante à das exportações para determinar o seu ajustamento cíclico. No entanto, como afirmado por Fabiani *et al.* (2016), tal seria uma simplificação forte pois as importações são ativadas pela procura, ao invés do PIB, não distinguindo entre as componentes da procura e, por conseguinte, não reflete os seus diferentes conteúdos importados.

Bussière *et al.* (2013) sugere uma nova medida que reflete o conteúdo importado das diferentes componentes da despesa interna e das exportações. A medida de procura ajustada pelo conteúdo importado é designada como *IAD* e é construída para cada país como:

$$IAD_t = C_t^{\omega_C,t} G_t^{\omega_G,t} I_t^{\omega_I,t} X_t^{\omega_X,t} \quad (6)$$

onde *C* representa o consumo privado, *G* o consumo público, *I* o investimento e *X* as exportações. Os pesos, $\omega_{k,t}$, com $k = C, G, I, X$, são o conteúdo importado dessas componentes da procura final. Tais pesos variam no tempo e são normalizados em cada período de modo a que a soma seja igual a um.

Bussière *et al.* (2013) modeliza as importações como sendo ativadas por uma média geométrica ponderada das várias componentes da procura, com pesos que refletem os seus conteúdos importados. Os autores apresentam estimativas em médias móveis, confirmando que a hipótese de uma elasticidade de importações de longo prazo estacionária e invariante no tempo é apenas razoável no caso da variável *IAD*, enquanto a elasticidade de longo prazo das importações em relação ao PIB mostra uma tendência crescente. Neste artigo, a abordagem *IAD* é implementada numa versão reduzida, tal como em Fabiani *et al.* (2016). Enquanto a versão original considera separadamente quatro componentes da procura (consumo privado, consumo público, investimento e exportações), nesta versão isola-se apenas a componente que normalmente apresenta maior conteúdo importado: as

2. Na regressão do painel, consideram-se os seguintes países da OCDE: Austrália; Bélgica; Canadá; Finlândia; França; Alemanha; Itália; Japão; Coreia; Países Baixos; Nova Zelândia; Noruega; Espanha; Suécia; Reino Unido; Estados Unidos. Estes também foram os países considerados por Bussière *et al.* (2013), exceto a Dinamarca, cuja informação necessária não estava disponível. O hiato do produto estrangeiro é a média ponderada dos hiatos do produto individuais, ponderados com pela quota destes países nas exportações portuguesas.

exportações. Esta abordagem é também utilizada por Christodoulopoulou e Tkacevs (2016).

Tal como no caso das exportações, as importações reais são consideradas isoelásticas relativamente à forma reduzida da variável IAD , que é uma combinação convexa de exportações e procura interna (em logaritmos). Por conseguinte, a taxa de crescimento das importações é dada por:

$$\frac{\Delta M}{M} = \theta_M^{IAD} \frac{\Delta IAD}{IAD} = \theta_M^{IAD} \left[\omega_x \frac{\Delta X}{X} + (1 - \omega_x) \frac{\Delta DD}{DD} \right] \quad (7)$$

onde a constante θ_M^{IAD} é a elasticidade de longo prazo relativamente às importações, que é calibrada usando as regressões sugeridas em Bussière *et al.* (2013), ω_x é o peso das exportações na construção da variável IAD , e DD representa a procura doméstica. Tal como em Bussière *et al.* (2013), o cálculo do conteúdo importado de cada componente IAD baseia-se em matrizes input-output globais, utilizando uma interpolação linear para construir séries trimestrais e normalizando para que elas somem um.

Tomando Δ como a diferença entre os níveis potencial e atual das variáveis, as importações potenciais são definidas como:

$$M^* = M + \Delta M = M + \theta_M^{IAD} \omega_x \left(\frac{M}{X} \right) \Delta X + \theta_M^{IAD} (1 - \omega_x) \left(\frac{M}{DD} \right) \Delta DD \quad (8)$$

onde $\theta_M^{IAD} = (\Delta IAD / IAD) / (\Delta Y / Y)$.

De forma semelhante ao que foi feito para as elasticidades das exportações, a metodologia de estimação e os resultados da regressão de painel para a elasticidade de IAD são apresentados no Apêndice A ($\theta_M^{IAD} = 1.48$). A equação (8) pode ser simplificada para:

$$M^* = M + \eta_X (X^* - X) + \eta_D (DD^* - DD) \quad (9)$$

onde $\eta_X = \theta_M^{IAD} \omega_x \frac{M}{X}$ e $\eta_D = \theta_M^{IAD} (1 - \omega_x) \frac{M}{DD}$.

Considerando a identidade de contas nacionais $Y^* = DD^* + X^* - M^*$ e incluindo a equação (9) obtemos:

$$Y^* = DD^* + X^* - [M + \eta_X (X^* - X) + \eta_D (DD^* - DD)] \quad (10)$$

depois, resolvendo em ordem a DD é possível escrever a equação (9) como:

$$M^* = M + \frac{\eta_D (Y^* - Y)}{1 - \eta_D} + \frac{(X^* - X)(\eta_X - \eta_D)}{1 - \eta_D} \quad (11)$$

A equação (11) traduz o nível de importações que prevaleceria se a produção interna e externa fossem consideradas conjuntamente ao seu nível potencial, determinando simultaneamente as exportações (domésticas) e a procura doméstica. Estas são as duas componentes da procura agregada que

ativam as importações, cada uma com uma intensidade específica. Além disso, o peso relativo da procura doméstica potencial e das exportações potenciais determinam as importações potenciais e são coerentes com o produto potencial.

Tal como no caso das exportações, o rácio entre as importações potenciais e observadas em termos reais é suficiente para determinar as importações nominais corrigidas das variações cíclicas (importações nominais potenciais em percentagem do PIB nominal não ajustado):

$$m^{adj} = \frac{p_M M^*}{p_Y Y} = \frac{p_M M}{p_Y Y} \frac{M^*}{M} = m \frac{M^*}{M} \quad (12)$$

onde m representa o peso das importações não ajustadas no PIB (considerado em termos nominais). Finalmente, o ajustamento cíclico da balança corrente, que é a variável final de interesse, é dada por:

$$ca^{adj} = x^{adj} - m^{adj} + bpi + bsi, \quad (13)$$

onde bpi e bsi representam o saldo das balanças de rendimento primária e secundária não ajustadas, em percentagem do PIB.

Ajustamento bilateral

Neste artigo, além da metodologia anteriormente apresentada, consideramos uma perspetiva bilateral para o cálculo do ajustamento cíclico das exportações. Conceptualmente, tal não é diferente do que foi descrito acima, embora considere explicitamente o hiato do produto dos diferentes parceiros comerciais e a estrutura das importações originárias deles. Assim, existe um número maior de elasticidades de importação (bilaterais) a estimar.

Do lado das exportações, o ajustamento cíclico do país i (doméstico) para o país j é obtido como:

$$x_{ij}^{adj} = x_{ij} \left(1 - \theta_x \frac{y_j}{1 + y_j} \right) \quad (14)$$

onde x_{ij} representa as exportações bilaterais não ajustadas do país i para o país j em percentagem do PIB doméstico. Tal como anteriormente, assume-se que a elasticidade de longo prazo das exportações é a mesma para todos os países: $\theta_x = 2,6$. A principal diferença é que o ajustamento das exportações bilaterais depende do hiato do produto estrangeiro, que, neste caso, é considerado como o hiato do produto do país j e não uma média ponderada da dos principais parceiros comerciais.

O ajustamento cíclico das importações do país i com origem no país j é dado por:

$$m_{ij}^{adj} = m_{ij} \frac{M_{ij}^*}{M_{ij}} \quad (15)$$

onde m_{ij} representa as importações bilaterais não ajustadas do país i com origem em j no PIB do país i e M_{ij}^* mede as importações bilaterais potenciais, que são definidas como:

$$M_{ij}^* = M_{ij} + \frac{\eta_{ij}^D(Y^* - Y)}{1 - \eta_{ij}^D} + \frac{(X_{ij}^* - X_{ij})(\eta_{ij}^X - \eta_{ij}^D)}{1 - \eta_{ij}^D} \quad (16)$$

Adicionalmente, as elasticidades bilaterais são dadas por:

$$\eta_{ij}^X = \theta_{M_{ij}}^{IAD} \omega_x \frac{M_i}{X_i} \quad (17)$$

e

$$\eta_{ij}^D = \theta_{M_{ij}}^{IAD} (1 - \omega_x) \frac{M_i}{DD_i} \quad (18)$$

onde $\theta_{M_{ij}}^{IAD}$ representa a elasticidade bilateral da variável IAD .

Dados

A implementação da metodologia descrita na secção anterior requer uma grande quantidade de informação estatística, bem como algumas hipóteses. Em primeiro lugar, a fonte de dados comparáveis entre países foi o *Economic Outlook* da OCDE (novembro de 2018). Em particular, utilizamos dados trimestrais do quarto trimestre de 1995 até ao quarto trimestre de 2017 para os volumes do PIB e respetivos componentes: consumo privado, consumo público, formação total bruta de capital fixo, importações e exportações de bens e serviços. Além disso, recolhemos os correspondentes deflatores do PIB e das importações totais de bens e serviços.

Em segundo lugar, as informação sobre os hiatos do produto interno e externo, que são elementos chave da metodologia, foram retirados do *World Economic Outlook* do FMI (abril de 2018). Contudo, é amplamente reconhecido que os hiatos do produto são sensíveis ao método de cálculo (métodos estatísticos ou estruturais) e às revisões de dados.³ Por este motivo, na subsecção *Robustez*, avaliamos os resultados obtidos com diferentes hiatos do produto para a economia portuguesa. No entanto, para assegurar a consistência dos resultados, tomamos uma fonte estatística comum para os hiatos do produto interno e externo: *World Economic Outlook* do FMI.

Em terceiro lugar, a estimativa da elasticidade de longo prazo do IAD requer informação contida nas matrizes input-output globais. Para este efeito utilizamos a edição de 2016 da base de dados de *Input-Output Inter-Country* da OCDE, que inclui informações para um total de 71 países e 34 indústrias

3. Para uma discussão sobre as metodologias de cálculo do hiato do produto com foco em Portugal, veja-se Banco de Portugal (2017).

(de acordo com uma classificação baseada em ISIC Rev3) numa base anual de 1995 a 2011.

Finalmente, os fluxos comerciais bilaterais não estão disponíveis nas bases de dados existentes. Deste modo, para decompor as importações reais totais da base de dados da OCDE, assumimos que o peso de cada país nas importações totais portuguesas é igual em termos nominais e reais. Os pesos dos diferentes parceiros nos fluxos comerciais nominais são retirados das Estatísticas Nacionais Portuguesas.

Resultados

Nesta secção, apresentamos os resultados do saldo da balança corrente corrigido do ciclo para a economia portuguesa entre 1995 e 2017. Em primeiro lugar, apresentamos os resultados das estimativas das elasticidades comerciais. Em segundo lugar, examinamos separadamente o ajustamento para as exportações e para as importações. Em terceiro lugar, calculamos o ajustamento cíclico das exportações relativamente aos principais parceiros comerciais portugueses. Além disso, apresentamos o saldo da balança corrente corrigido do ciclo para diferentes séries do hiato do produto em Portugal. Finalmente, testamos o impacto no ajustamento cíclico que resulta do uso de diferentes elasticidades. Estes dois últimos exercícios permitem avaliar a robustez dos principais resultados e apontar as limitações subjacentes a este tipo de metodologia.

As elasticidades do comércio externo, tanto para exportações como para as importações, foram estimadas de acordo com a metodologia descrita anteriormente. O Apêndice A apresenta os resultados da elasticidade das exportações domésticas ao PIB estrangeiro (Quadro A.2). Consideram-se apenas os coeficientes estatisticamente significativos a um nível de 10 por cento e obtém-se um valor de $\theta_x = 2,6$ que, como em Bussière *et al.* (2013), assume-se igual para todos os países.⁴ A elasticidade *IAD* das importações é descrita no Apêndice A e, para os parâmetros estatisticamente significativos, é igual a $\theta_{IAD} = 1,48$.

Exportações e importações ajustadas do ciclo

O painel A da Figura 2 apresenta a série das exportações portuguesas observadas e ajustadas do ciclo económico em percentagem do PIB, baseando-se na equação (5). O elemento que se destaca é o forte aumento do peso das exportações no PIB desde o início do século. Tal corresponde ao ajustamento da estrutura produtiva portuguesa ao novo padrão de vantagens

4. Na secção *Robustez* medimos o impacto de considerar exatamente a mesma elasticidade de exportações que em Bussière *et al.* (2013).

comparativas que se seguiu ao alargamento da UE aos países da Europa Central e Oriental e ao aumento da concorrência asiática em meados da década de noventa. Estes foram choques negativos para as exportações portuguesas e a recuperação que se seguiu começou muito antes da crise económica e financeira de 2008 e da subsequente crise da dívida soberana na área do euro.

Os desenvolvimentos cíclicos nos mercados externos não afetaram fortemente a trajetória das exportações domésticas. Nos anos que antecederam a crise de 2008, os hiatos do produto positivos no exterior conduziram as exportações portuguesas para níveis acima do valor estrutural. Por outro lado, a crise que surgiu após o despoletar da dívida soberana levou o rácio das exportações em relação ao PIB a situar-se abaixo do estrutural. Mais recentemente, a dinâmica das exportações tornou-se mais moderada, situando-se estas a um nível próximo do estrutural em percentagem do PIB. Em geral, a diferença entre as exportações observadas e estruturais em rácio do PIB têm sido relativamente pequenas, nunca excedendo em termos absolutos 2,2 p.p. (Apêndice B).

O painel B da Figura 2 mostra os resultados para o ajustamento das importações portuguesas ao ciclo doméstico, levando em conta a estrutura da procura interna, conforme apresentado na equação (11). Os resultados mostram que, de 1996 a 2008, as variações observadas nas importações de bens e serviços em percentagem do PIB tiveram em grande parte uma natureza estrutural. No entanto, após esse período, o peso das importações situou-se sistematicamente abaixo do nível estrutural, o que significa que a contração da procura interna associada a um hiato do produto negativo reduziu significativamente as importações. Neste período o maior ajustamento cíclico das importações representou 3,4 p.p. do PIB em 2012 e 2013, enquanto o menor foi próximo de zero em 2006 (Apêndice B).

Quando o ajustamento cíclico das exportações e importações é combinado, obtemos o saldo estrutural da balança corrente em percentagem do PIB para a economia portuguesa (Figura 3). No painel A observamos a balança e no painel B as contribuições das exportações e importações para a diferença entre os valores ajustados e observados. De acordo com nossos resultados, o défice observado situou-se cerca de 0,5 p.p. do PIB abaixo do estrutural no período 1998-2001, principalmente devido ao impacto do ciclo nas importações. A partir de 2003, o ajustamento foi revertido (exceto em 2009 e 2010), totalizando 1,5 p.p. do PIB na média do período 2012-2015, devido ao efeito das importações, que não foi compensado pelo facto das exportações ficarem abaixo do nível estrutural. Finalmente, nos últimos anos, a diferença entre o saldo da balança corrente ajustada e não ajustada do ciclo diminuiu progressivamente para 0,5 p.p. em 2017.

O ajustamento do saldo da balança corrente portuguesa ao ciclo económico não é muito elevado em termos de magnitude. No entanto, uma mensagem clara é a de que a maior parte da evolução observada no saldo da balança

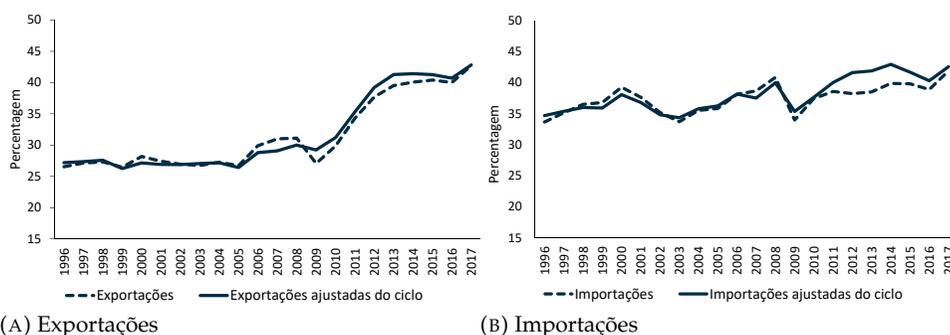


GRÁFICO 2: Exportações e importações ajustadas do ciclo (percentagem do PIB), contas nacionais

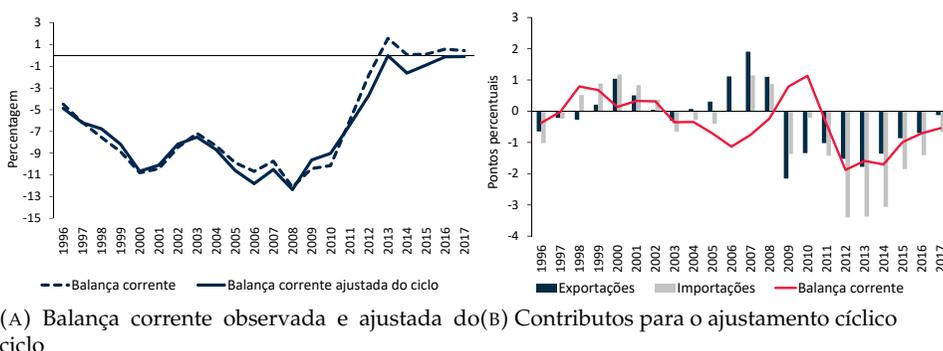


GRÁFICO 3: Balança corrente ajustada do ciclo (percentagem do PIB), contas nacionais

corrente portuguesa nos últimos anos tem uma natureza estrutural. O saldo estrutural manteve-se negativo no período estudado. No entanto, 2017 é o ano com o segundo menor défice estrutural da amostra (-0,1 por cento do PIB).

Detalhe para os principais parceiros comerciais

A evolução do saldo da balança corrente portuguesa é afectada pela evolução cíclica dos principais parceiros comerciais, nomeadamente por via da procura dirigida às exportações portuguesas. Adicionalmente, a economia portuguesa importa de cada parceiro comercial de acordo com a procura ajustada. Assim, utilizando as elasticidades bilaterais estimadas, as variações no hiato do produto no mercado interno têm um impacto diferente sobre as importações de cada um dos parceiros comerciais. Nesta subsecção,

consideramos Espanha, Alemanha e França e avaliamos o ajustamento cíclico nas exportações e importações bilaterais.⁵

Estes três países representam uma grande parte do comércio internacional português no período considerado. Espanha, Alemanha e França são os três principais destinos de exportação e origens de importação, representando no seu conjunto 60 e 70 por cento desses agregados em 2017, respectivamente.

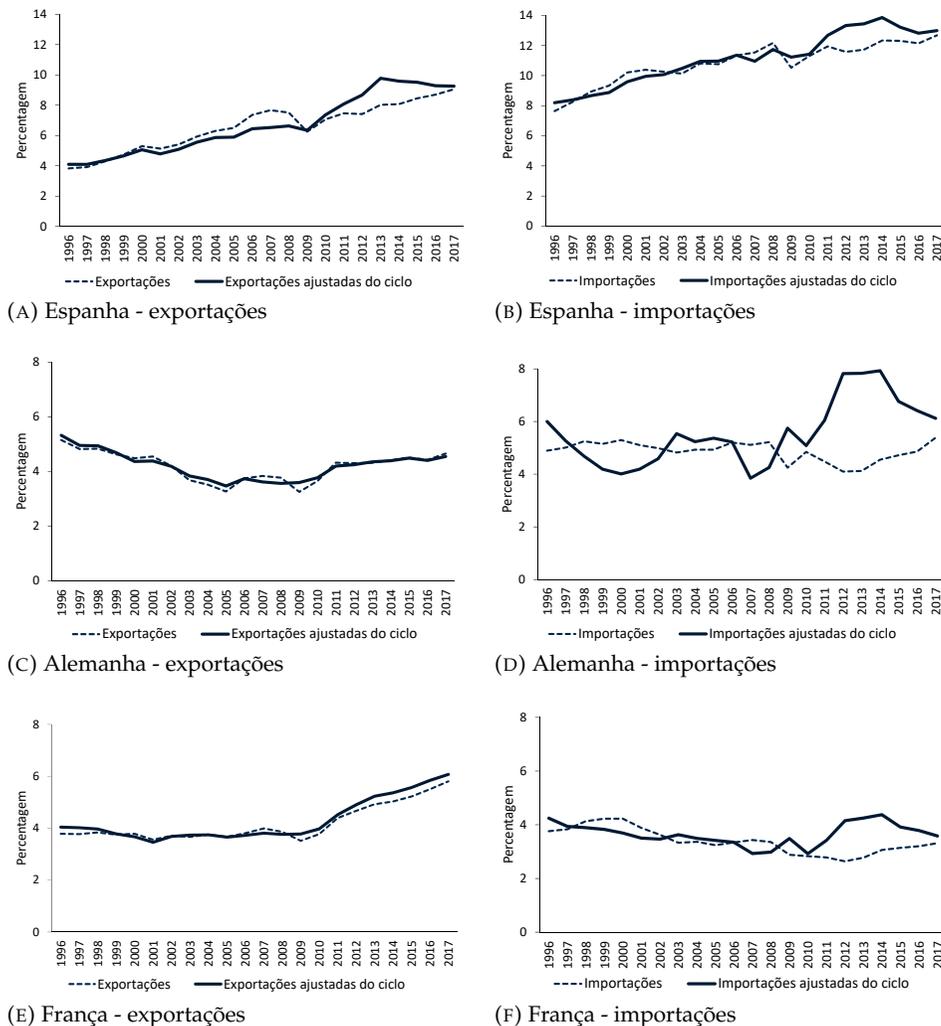


GRÁFICO 4: Exportações e importações ajustadas do ciclo vis-à-vis Espanha, França e Alemanha (percentagem do PIB)

5. Os coeficientes bilaterais IAD de Espanha, Alemanha e França vis-à-vis Portugal são: $\theta_{MESP}^{IAD} = 0,94$; $\theta_{MDEU}^{IAD} = 1,57$ e $\theta_{MFRA}^{IAD} = 0,84$.

A Figura 4 apresenta os resultados obtidos para os três principais parceiros comerciais e revela algumas diferenças. Espanha (painéis A e B), que vem reforçando o seu papel como principal parceiro comercial, é o país em que a distância entre as exportações observadas e estruturais é maior, em percentagem do PIB. As exportações estruturais ficaram acima do rácio observado nos anos anteriores à crise da dívida soberana, mas após este período ficaram significativamente abaixo da tendência devido à desaceleração da economia espanhola, que entretanto corrigiu os seus próprios desequilíbrios macroeconómicos. No entanto, esta diferença diminuiu em 2017. As importações estruturais com origem em Espanha, em percentagem do PIB, situaram-se marginalmente acima do rácio observado até à crise da dívida soberana, mas a recessão da economia portuguesa inverteu esta situação. No conjunto, os efeitos nas exportações e importações são parcialmente compensadas, o que é normal entre economias fortemente integradas, cujos ciclos económicos estão sincronizados.

Relativamente à Alemanha, que estabilizou a sua importância como parceiro comercial português, os ajustamentos são muito pequenos nas exportações (painel C). Isto explica-se, em parte, pelo facto de este país não ter sido significativamente afectado pela crise da dívida soberana na área do euro. No que diz respeito às importações o ajustamento é importante e decorre do valor elevado da elasticidade bilateral estimada para a componente importada das rubricas da despesa (painel D). Quanto à França (painéis E e F), cuja relevância nas exportações portuguesas aumentou significativamente nos últimos anos, as exportações e, sobretudo, as importações estruturais ficaram acima do observado.

Robustez

Existe incerteza relativamente ao valor de alguns parâmetros utilizados na metodologia, o que pode naturalmente afetar os resultados obtidos para o saldo da balança corrente em percentagem do PIB corrigido do efeito do ciclo económico. Deste modo, para avaliar a robustez dos resultados, recalculamos os saldos corrigidos com base em séries alternativas para o hiato do produto em Portugal e com diferentes estimativas de elasticidade das importações.

O painel A da Figura 5 apresenta várias séries para o hiato do produto em Portugal no período 1996-2017. Para além do hiato do produto utilizado como cenário central (*IMF World Economic Outlook*), apresentamos as estimativas da OCDE, Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal utilizando diferentes filtros estatísticos. O intervalo de estimativas para o hiato do produto é considerável, atingindo mais de 4 pontos percentuais do PIB em alguns períodos. O painel B da Figura 5 apresenta os saldos ajustados do ciclo com base nas diferentes séries de hiato do produto. Este exercício afecta apenas as importações ajustadas e é visível que os principais resultados não se alteram. Os hiatos do produto externos também são usados no cálculo das

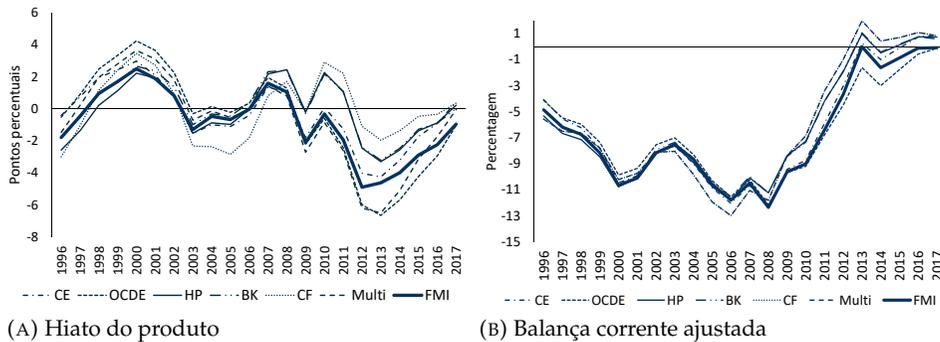


GRÁFICO 5: Robustez dos resultados - Hiato do produto

Notas: HP- filtro Hodrick–Prescott; BK- filtro Baxter-King; CF- filtro Christiano-Fitzgerald, Multi- filtro Multivariado.

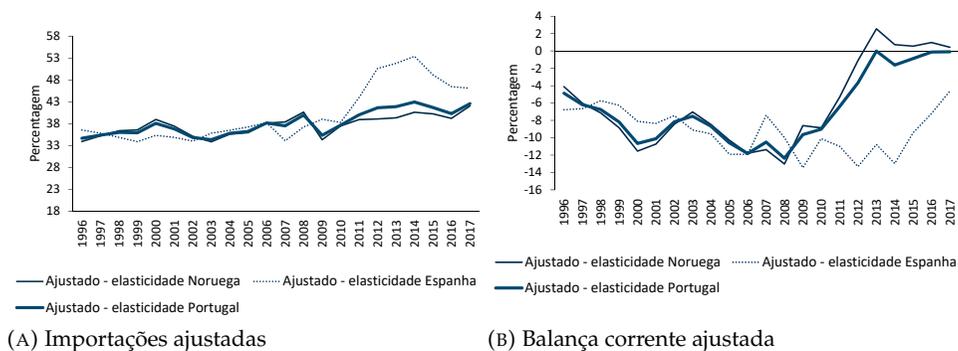


GRÁFICO 6: Robustez dos resultados - Elasticidade das importações ajustada pela procura

exportações ajustadas e estão igualmente sujeitos a incerteza mas essa análise está fora do âmbito deste artigo.

Adicionalmente, calculamos as importações ajustadas do ciclo e o subsequente saldo da balança corrente utilizando a maior e a menor elasticidade de importação que resultam da adoção da metodologia ao conjunto dos países que definem a procura externa dirigida à economia portuguesa, designadamente a da Espanha ($\theta_{IAD}^{ESP} = 2,68$) e da Noruega ($\theta_{IAD}^{NOR} = 0,51$), respectivamente. A diferença relativamente ao cenário central é importante quando se utiliza a elasticidade espanhola, uma vez que o ajustamento estrutural só ocorre nos últimos anos. Em qualquer caso, é visível a correcção estrutural do saldo da balança corrente portuguesa. Note-se que as elasticidades alternativas afetam os parâmetros η_X e η_D na equação (11) e têm um impacto não linear nas importações ajustadas.

Outro exercício de robustez consiste em calcular o saldo da balança corrente ajustada do ciclo com a elasticidade das exportações considerada por Fabiani *et al.* (2016), $\theta_x = 1,9$, em vez de $\theta_x = 2,6$. Observamos que essa mudança não afeta de maneira significativa o saldo estrutural da balança corrente e por isso não o representamos graficamente. Finalmente, replicámos o exercício principal excluindo as exportações e importações de produtos energéticos e os resultados mantêm-se qualitativamente inalterados.

Considerações finais

O saldo da balança corrente é um indicador macroeconómico muito relevante. Embora nos anos noventa e nos primeiros anos do novo século a sua importância tenha sido minimizada no caso dos países participantes na união monetária, a crise económica e financeira global de 2008 e a crise da dívida soberana na área do euro que se seguiu mostraram que os países não devem manter défices da balança corrente durante períodos longos de tempo, deteriorando fortemente a sua posição externa líquida.

Tal como no caso de outras variáveis macroeconómicas, as exportações e as importações são afetadas por desenvolvimentos cíclicos. Deste modo, torna-se importante distinguir os contributos que decorrem dos desenvolvimentos estruturais e cíclicos. Neste artigo, aplicamos a metodologia apresentada por Fabiani *et al.* (2016) à economia portuguesa para o período 1995-2017. Além disso, alargamos a análise à dimensão bilateral e identificamos ajustamentos específicos para as exportações e importações portuguesas face aos seus principais parceiros comerciais.

Concluimos que o forte ajustamento da balança corrente observado na economia portuguesa após 2010 teve um carácter eminentemente estrutural, embora também se tenha observado um efeito positivo considerável resultante da evolução cíclica. Na média do período 2012-2017, o saldo da balança corrente corrigido do ciclo está 1,2 p.p. abaixo do saldo observado. Em 2017, o saldo estrutural da balança corrente situou-se em -0,1 por cento do PIB. Os resultados são robustos para diferentes séries do hiato do produto em Portugal e elasticidades de importação. Quanto à análise bilateral, concluimos que a recessão no principal parceiro comercial português (Espanha) deteriorou as exportações portuguesas. Para a Alemanha e para a França, os ajustamentos nas exportações são pequenos mas relevantes nas importações.

O saldo da balança corrente em Portugal melhorou acentuadamente após a crise da dívida soberana na área do euro e o subsequente programa de assistência económica e financeira. Embora a metodologia apenas ajuste a balança corrente pelos hiatos do produto internos e externos, deixando inalteradas todas as outras flutuações, a natureza estrutural do ajustamento português é visível. No entanto, essa tendência deve ser reforçada e torna-se

muito importante uma monitorização contínua do saldo das contas externas. Apenas através de saldos da balança corrente próximos de zero ou positivos poderá observar-se uma substancial redução do endividamento externo, reduzindo a exposição da economia a riscos económicos e financeiros de origem externa.

Referências

- Afonso, António e João Jalles (2018). "Decomposing and Analysing the Determinants of Current Accounts' Cyclicalities: Evidence From the Euro Area." Working Papers 2018-42, ISEG - Lisbon School of Economics and Management.
- Afonso, António e Jorge Silva (2017). "Current account balance cyclicalities." *Applied Economics Letters*, 24(13), 911–917.
- Banco de Portugal (2017). "Potential output: Challenges and uncertainties."
- Buiter, Willem (1981). "Time Preference and International Lending and Borrowing in an Overlapping-Generations Model." *Journal of Political Economy*, 89(4), 769–97.
- Bussière, Matthieu, Giovanni Callegari, Fabio Ghironi, Giulia Sestieri, e Norihiko Yamano (2013). "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009." *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(3), 118–151.
- CáZorzi, M. e A. Dieppe A. Chudik (2009). "Current account benchmarks for Central and Eastern Europe: A desperate search?" ECB Working Papers 995, European Central Bank.
- Cheung, D. Furceri, C. e E. Rusticelli (2010). "Structural and Cyclical Factors behind Current-Account Balances." Working paper 775, OECD Economics Department.
- Chinn, Menzie D. e Eswar S. Prasad (2003). "Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration." *Journal of International Economics*, 59(1), 47–76.
- Christodouloupoulou, Styliani e Olegs Tkacevs (2016). "Measuring the effectiveness of cost and price competitiveness in external rebalancing of euro area countries: What do alternative HCIs tell us?" *Empirica*, 43(3), 487–531.
- Fabiani, Silvia, Stefano Federico, e Alberto Felettigh (2016). "Adjusting the external adjustment: Cyclical factors and the Italian current account." *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* 346, Bank of Italy, Economic Research and International Relations Area.
- Faruquee, Hamid e Guy Debelle (1996). "What Determines the Current Account? A Cross-Sectional and Panel Approach." IMF Working Papers 346, International Monetary Fund.

- Gruber, Joseph W. e Steven B. Kamin (2005). "Explaining the global pattern of current account imbalances." International Finance Discussion Papers 846, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Haltmaier, Jane (2014). "Cyclically Adjusted Current Account Balances." International Finance Discussion Papers 1126, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Kara, A. Hakan e Cagri Sarikaya (2013). "Cyclically Adjusted Current Account Balance." Research Notes 18, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey.
- Milesi-Ferretti, Gian M e Olivier J Blanchard (2011). "(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?" IMF Staff Discussion Notes 3, International Monetary Fund.
- Obstfeld, Maurice e Kenneth Rogoff (1995). "The intertemporal approach to the current account." In *Handbook of International Economics, Handbook of International Economics*, vol. 3, edited by G. M. Grossman e K. Rogoff, chap. 34, pp. 1731–1799. Elsevier.
- Phillips, Steven T, Luis Catão, Luca A Ricci, Rudolfs Bems, Mitali Das, Julian Di Giovanni, Filiz D Unsal, Marola Castillo, Jungjin Lee, Jair Rodriguez, e Mauricio Vargas (2013). "The External Balance Assessment (EBA) Methodology." IMF Working Papers 272, International Monetary Fund.
- Sachs, Jeffrey D. (1981). "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s." *Brookings Papers on Economic Activity*, 12(1), 201–282.
- Salto, Matteo e Alessandro Turrini (2010). "Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment." European Economy - Economic Papers 427, European Commission.
- Sastre, Teresa e Francesca Viani (2014). "Countries' safety and competitiveness, and the estimation of current account misalignments." Working Papers 1401, Banco de España.
- Tamara, Tinti (2016). *External sustainability analysis*. Master's thesis, Nova School of Business and Economics, Portugal.
- Wu, Yi (2008). "Growth, Expansion of Markets, and Income Elasticities in World Trade." *Review of International Economics*, 16(4), 654–671.

Apêndice A

A.1. Elasticidade da procura ajustada pelo conteúdo importado (IAD)

Bussière *et al.* (2013) mostra que o conteúdo importado de um componente da despesa, assumindo S sectores, v componentes finais da despesa e que o produto de cada setor é utilizado tanto em termos intermédios como para satisfazer a procura total, pode ser definido:

$$\omega_v = \frac{uM_v^{ind} + uM_v^{dir}}{uF_v^d + uF_v^m} = \frac{uA^m(1 - A^d)^{-1}F_v^d + uF_v^m}{uF_v^d + uF_v^m} \quad (\text{A.1})$$

onde u é um vetor $1 \times S$ com todos os elementos iguais a 1 e o índice v seleciona a coluna v^{th} de cada matriz, correspondendo aos componentes da despesa de interesse. $(1 - A^d)^{-1}$ representa a habitual matriz inversa de Leontief, A^d é uma matriz $S \times S$ de coeficientes de produção doméstica, A^m é a matriz $S \times S$ de coeficientes importados, F^d é a matriz da procura final de bens e serviços domésticos e as importações diretas são dadas pela matriz de dimensão $S \times V$, $F^m = M^{dir}$. Assim, ω_v permite identificar o agregado *IAD* a ser utilizado nas regressões.

A estimação da elasticidade da *IAD* segue as orientações da literatura empírica do comércio internacional, designadamente o sistema de procura CES. Com preferências de tipo CES, o logaritmo da procura importada é determinado por:

$$\ln M_t = \ln D_t + \beta_p \ln P_{M,t} \quad (\text{A.2})$$

onde D_t é a procura agregada (uma agregação CES de bens domésticos e importados) e $P_{M,t}$ é o preço relativo das importações. Esta equação pode ser estimada em primeiras diferenças tanto para um painel de países como para cada país separadamente de forma a obter as elasticidades das importações. No entanto, as medidas convencionais de procura agregada são substituídas pela *IAD*. Assim:

$$\Delta \ln M_{k,t} = \sum_{l=0}^L \beta_{IAD,l} \Delta \ln IAD_{k,t-l} + \sum_{l=0}^L \beta_{Pl} \Delta \ln P_{Mk,t-l} + \sum_{l=l}^L \beta_{M,l} \Delta \ln M_{k,t-l} + \varepsilon_{k,t} \quad (\text{A.3})$$

onde k é um país, Δ assinala as primeiras diferenças, e $\varepsilon_{k,t}$ é o termo do erro. Aplicando a condição de estado estacionário para um desfazamento obtemos:

$$\Delta \ln M_{k,T} = \frac{\widehat{\beta}_{IAD,0} + \widehat{\beta}_{IAD,1}}{(1 - \widehat{\beta}_{M,1})} \Delta \ln IAD_{k,T} + \frac{\widehat{\beta}_{P,0} + \widehat{\beta}_{P,1}}{(1 - \widehat{\beta}_{M,1})} \Delta \ln P_{M,k,T} \quad (\text{A.4})$$

O Quadro A.1 apresenta os resultados da regressão estimada para Portugal, que conduz a $\theta_M^{IAD} = 1.48$. Note-se que os coeficientes para os preços não são significativos a um nível de 10 por cento.

$M_{k,t}$	Coef.	Std. Error	t	P-value
$M_{k,t-1}$	-0.343	0.123	-2.79	0.007
$IAD_{k,t}$	1.381	0.122	11.32	0.00
$IAD_{k,t-1}$	0.61	0.209	2.92	0.00
$P_{M,k,t}$	0.003	0.108	0.26	0.798
$P_{M,k,t-1}$	0.123	0.107	1.15	0.254
$R^2=71.1$	Número de períodos=63	F(5,57)=31.52		

QUADRO A.1. Estimativa das elasticidades da importação para Portugal

A.2. Elasticidade das exportações domésticas ao PIB externo

A elasticidade de longo prazo das exportações domésticas face o PIB externo assume-se igual à elasticidade de longo prazo das importações em relação ao PIB obtida na regressão de painel com os vários países. Tal implica estimar a seguinte regressão:

$$\Delta \ln M_{k,t} = \delta_k + \sum_{l=0}^L \beta_{GDP,l} \Delta \ln GDP_{k,t-l} + \sum_{l=0}^L \beta_{P,l} \Delta \ln P_{M,k,t-l} + \sum_{l=1}^L \beta_{M,l} \Delta \ln M_{k,t-l} + \varepsilon_{k,t} \quad (\text{A.5})$$

onde k é um país, Δ sinaliza as primeiras diferenças, δ_k representa os efeitos fixos de país e $\varepsilon_{k,t}$ é o erro. Aplicando a condição de estado estacionário para um desfaseamento obtemos:

$$\Delta \ln M_{k,T} = \frac{(\hat{\beta}_{GDP,0} + \hat{\beta}_{GDP,1})}{(1 - \hat{\beta}_{M,1})} \Delta \ln GDP_{k,T} + \frac{(\hat{\beta}_{P,0} + \hat{\beta}_{P,1})}{(1 - \hat{\beta}_{M,1})} \Delta \ln P_{M,k,T} \quad (\text{A.6})$$

O Quadro A.2 apresenta os resultados da regressão estimada que conduz a $\theta_x = 2.6$. Note-se que os coeficientes para as importações e preços desfasados não são estatisticamente significativos a um nível de 10 por cento.

Relativamente à extensão da metodologia à dimensão bilateral, refira-se que em todos passos do processo, designadamente no cálculo da variável IAD e na regressão que estima a elasticidade das importações, a abordagem conceptual é semelhante. Isto implica considerar sub-blocos da matriz input-output global e fluxos bilaterais de exportação e importação.

$M_{k,t}$	Coef.	Std. Error	t	P-value
$M_{k,t-1}$	-0.061	0.046	-1.34	0.201
$GDP_{k,t}$	1.606	0.294	5.46	0.00
$GDP_{k,t-1}$	0.994	0.102	9.74	0.00
$P_{M,k,t}$	-0.190	0.078	-2.44	0.027
$P_{M,k,t-1}$	0.005	0.059	0.09	0.928

$R^2=0.36$ Número obs. (17 países)=1,071 F(5,16)=102.32

QUADRO A.2. Estimativas da elasticidade das exportações para Portugal

Apêndice B: Exportações e importações observadas e ajustadas do ciclo

	Exportações			Importações			Balança corrente		
	Observado	Ajustado	Diferença	Observado	Ajustado	Diferença	Observado	Ajustado	Diferença
1996	26,5	27,2	-0,6	33,7	34,7	-1,0	-4,5	-4,9	0,4
1997	27,1	27,4	-0,2	35,1	35,4	-0,2	-6,2	-6,2	0,0
1998	27,3	27,6	-0,3	36,5	36,0	0,5	-7,5	-6,8	-0,8
1999	26,5	26,3	0,2	36,8	35,9	0,9	-8,9	-8,2	-0,7
2000	28,2	27,2	1,0	39,3	38,1	1,2	-10,8	-10,7	-0,1
2001	27,4	26,9	0,5	37,6	36,8	0,8	-10,4	-10,1	-0,3
2002	26,9	26,9	0,0	35,2	34,8	0,4	-8,5	-8,2	-0,3
2003	26,8	27,1	-0,3	33,7	34,3	-0,7	-7,2	-7,5	0,4
2004	27,3	27,2	0,1	35,5	35,8	-0,3	-8,3	-8,7	0,3
2005	26,7	26,4	0,3	35,8	36,2	-0,4	-9,9	-10,6	0,7
2006	29,9	28,8	1,1	38,1	38,2	0,0	-10,7	-11,8	1,1
2007	31,0	29,1	1,9	38,7	37,5	1,1	-9,7	-10,5	0,8
2008	31,1	30,0	1,1	40,8	40,0	0,9	-12,1	-12,4	0,2
2009	27,1	29,2	-2,2	34,0	35,4	-1,4	-10,4	-9,6	-0,8
2010	29,9	31,2	-1,3	37,4	37,6	-0,2	-10,1	-9,0	-1,1
2011	34,3	35,3	-1,0	38,6	40,0	-1,4	-6,0	-6,4	0,4
2012	37,7	39,2	-1,5	38,2	41,6	-3,4	-1,8	-3,7	1,9
2013	39,5	41,3	-1,8	38,5	41,9	-3,4	1,6	0,0	1,6
2014	40,1	41,4	-1,4	39,9	43,0	-3,1	0,1	-1,6	1,7
2015	40,4	41,3	-0,9	39,8	41,7	-1,9	0,1	-0,9	1,0
2016	40,0	40,7	-0,7	38,9	40,3	-1,4	0,6	-0,1	0,7
2017	42,7	42,8	-0,1	41,9	42,6	-0,7	0,5	-0,1	0,5

QUADRO B.1. Exportações e importações observadas e ajustadas do ciclo em percentagem do PIB