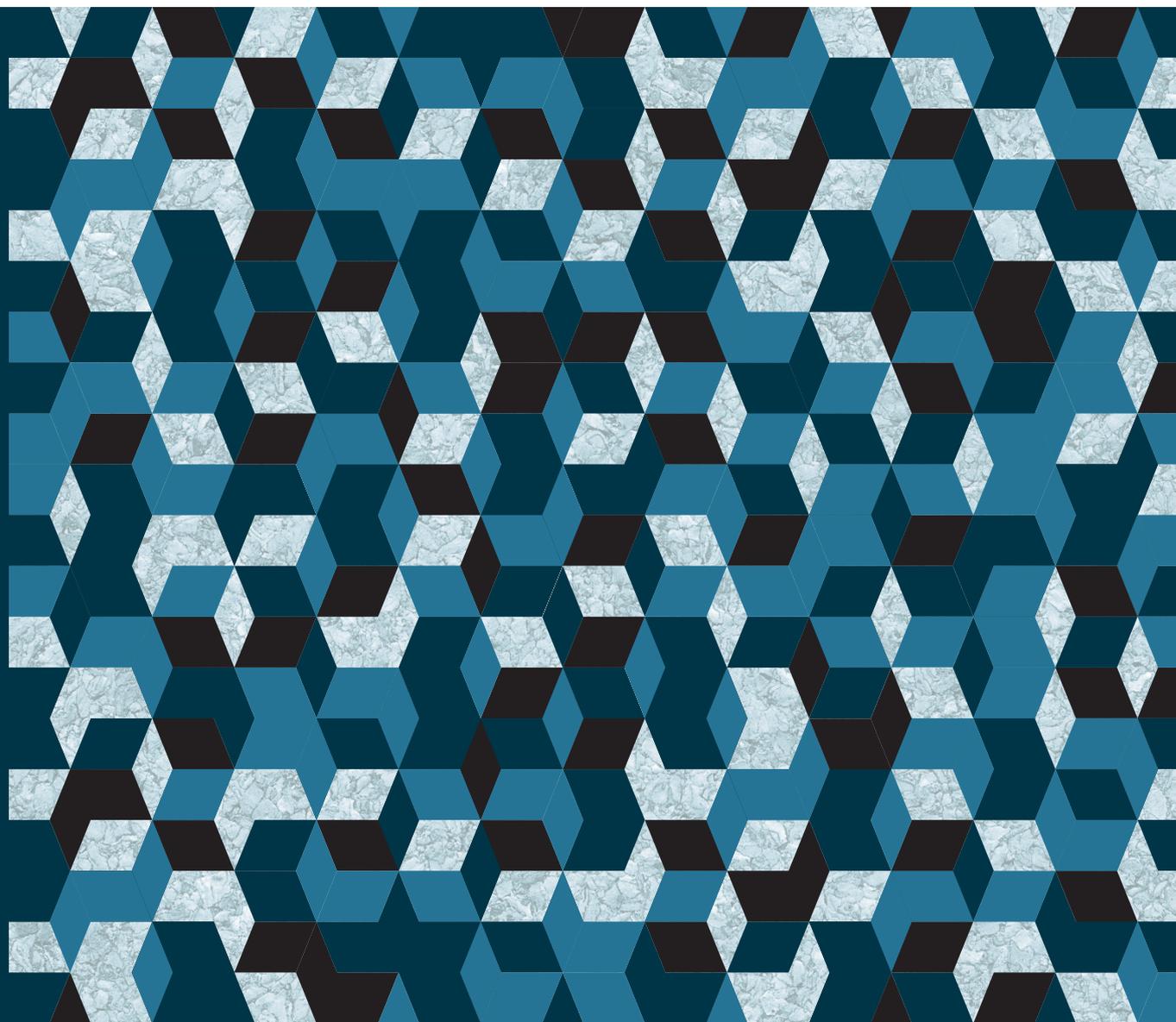




BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Dezembro 2016



Boletim Económico

Dezembro 2016



Lisboa, 2016 • www.bportugal.pt

Índice

I Projeções para a economia portuguesa: 2016-2019

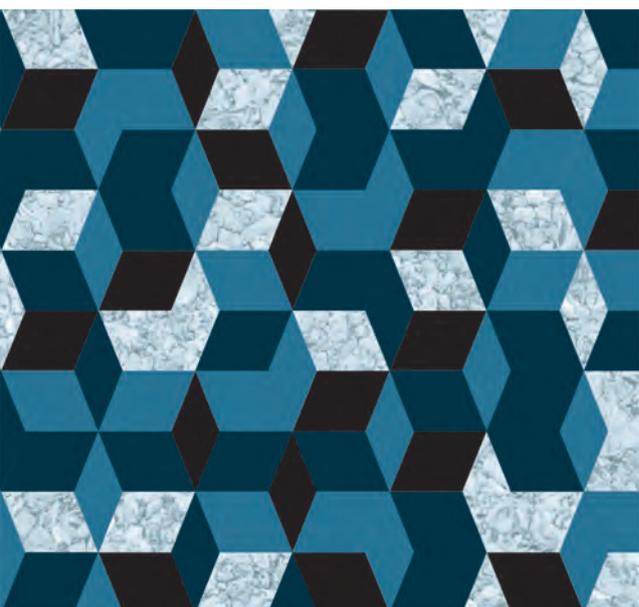
Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção | **13**

Caixa 2 | Impacto de medidas de incerteza na economia portuguesa | **29**

II Tema em destaque

Viver abaixo de zero: a transmissão da política monetária com taxas de juro negativas | **37**





I Projeções para a economia portuguesa: 2016-2019

Caixa 1 | Hipóteses do exercício
de projeção

Caixa 2 | Impacto de medidas de incerteza
na economia portuguesa

Projeções para a economia portuguesa: 2016-2019

1. Introdução

Ao longo do horizonte de projeção, a economia portuguesa deverá manter a trajetória de recuperação moderada que tem caracterizado os anos mais recentes (Quadro 1.1). Desta forma, após um crescimento de 1,2 por cento em 2016, o Produto Interno Bruto (PIB) deverá acelerar para 1,4 por cento em 2017, estabilizando o seu ritmo de crescimento em 1,5 por cento nos dois anos seguintes. Esta evolução implica que no final do horizonte de projeção o PIB atinja um nível idêntico ao registado em 2008. No período 2017-2019, o crescimento do PIB deverá ser

próximo, embora inferior, ao projetado para a área do euro, não revertendo o diferencial negativo acumulado entre 2010 e 2013 (Gráfico 1.1). Esta ausência de convergência real face à área do euro reflete a persistência de constrangimentos estruturais ao crescimento da economia portuguesa, no qual assumem uma relevância especial os elevados níveis de endividamento dos setores público e privado, uma evolução demográfica desfavorável e a persistência de ineficiências nos mercados do trabalho e do produto que requerem a continuação do processo de reformas estruturais.

Quadro 1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2016-2019 | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2015	BE dezembro 2016					BE outubro 2016	BE junho 2016		
		2015	2016 ^(p)	2017 ^(p)	2018 ^(p)	2019 ^(p)	2016 ^(p)	2016 ^(p)	2017 ^(p)	2018 ^(p)
Produto Interno Bruto	100,0	1,6	1,2	1,4	1,5	1,5	1,1	1,3	1,6	1,5
Consumo Privado	65,6	2,6	2,1	1,3	1,4	1,3	1,8	2,1	1,7	1,3
Consumo Público	18,2	0,8	1,0	0,0	0,4	0,2	1,0	1,1	0,4	0,6
Formação Bruta de Capital Fixo	15,3	4,5	-1,7	4,4	4,3	4,5	-1,8	0,1	4,3	4,6
Procura Interna	99,3	2,5	1,2	1,5	1,7	1,6	1,1	1,8	1,7	1,7
Exportações	40,6	6,1	3,7	4,8	4,6	4,4	3,0	1,6	4,7	4,7
Importações	39,8	8,2	3,5	4,8	4,9	4,4	3,0	2,8	4,9	4,8
Contributo para o crescimento do PIB líquido de importações (em p.p.) ^(a)										
Procura interna		1,1	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	1,0	0,7	0,7
Exportações		0,5	0,8	0,9	0,8	0,9	0,6	0,3	0,9	0,9
Emprego ^(b)		1,4	1,5	1,0	0,9	1,0	1,0	-	-	-
Taxa de desemprego		12,4	11,0	10,1	9,4	8,5	11,2	-	-	-
Balança Corrente e de Capital (% PIB)		1,7	1,1	0,9	0,9	1,1	1,3	1,9	1,6	1,6
Balança de Bens e Serviços (% PIB)		1,8	2,2	1,9	1,8	1,8	2,1	1,6	1,3	1,2
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor		0,5	0,8	1,4	1,5	1,5	0,7	0,7	1,4	1,5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado, p.p. – pontos percentuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa “O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal”, *Boletim Económico* de junho de 2014. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

Esta projeção integra o exercício de projeção do Eurosistema recentemente publicado pelo Banco Central Europeu (BCE). De acordo com as hipóteses deste exercício, o enquadramento externo da economia portuguesa deverá manter-se favorável, embora com uma revisão em baixa dos fluxos de comércio a nível global relativamente aos exercícios anteriores (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”). Após um abrandamento em 2016, a procura externa deverá acelerar ao longo do horizonte de projeção, embora com um dinamismo inferior ao observado no período anterior à crise financeira internacional. Adicionalmente, as condições monetárias e financeiras deverão manter-se globalmente acomodáticas. Por seu turno, o preço das matérias-primas, quer energéticas quer não energéticas, deverá inverter no horizonte de projeção a trajetória de queda dos anos recentes.

Neste enquadramento globalmente favorável, as exportações de bens e serviços deverão registar um dinamismo superior ao da procura externa, tal como observado nos últimos anos. As exportações continuarão assim a ser a componente da procura global com maior contributo para o crescimento da atividade. O maior dinamismo da economia portuguesa face a 2016 será sustentado por uma aceleração da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), baseada numa recuperação do investimento empresarial. Por seu turno,

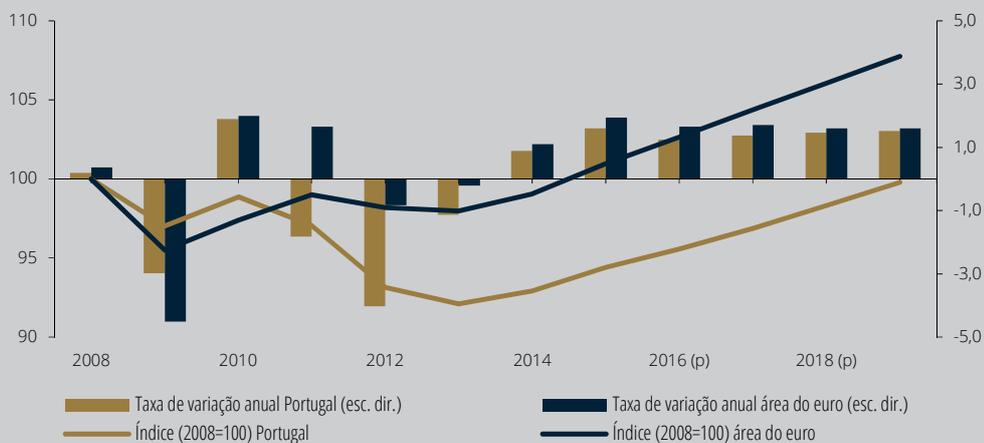
o consumo privado deverá desacelerar face ao observado nos anos mais recentes, crescendo em linha com as expectativas de evolução tendencial da economia. O forte dinamismo do consumo nos últimos anos esteve associado à despesa em bens duradouros, resultante em parte da concretização de decisões adiadas durante a recessão de 2011-2013.

A evolução da atividade deverá ser acompanhada pela recuperação gradual da situação no mercado de trabalho, projetando-se a continuação do crescimento do emprego, embora a um ritmo progressivamente mais moderado, e a manutenção da trajetória descendente da taxa de desemprego.

A inflação, medida pelo Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor (IHPC), deverá aumentar ao longo do horizonte de projeção, mantendo-se em níveis próximos dos projetados para a média da área do euro. A aceleração dos preços – para cerca de 1,5 por cento no final do horizonte – reflete pressões ascendentes de origem interna e externa.

Ao longo do horizonte de projeção, a economia portuguesa deverá manter uma capacidade de financiamento face ao exterior, embora inferior à observada nos últimos anos. Esta evolução é determinada pela evolução das balanças de rendimentos e de capital. O saldo da balança de

Gráfico 1.1 •
PIB – Em
percentagem e
índice (2008=100)



Fontes: INE, BCE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

bens e serviços em percentagem do PIB, após um aumento temporário em 2016, manter-se-á relativamente inalterado face a 2015 ao longo do restante horizonte de projeção.

Assim, o padrão de crescimento económico projetado – onde as componentes com uma evolução mais dinâmica que o PIB são as exportações e a FBCF – é compatível com uma recuperação mais sustentada da economia portuguesa, em particular numa situação em que se mantém uma capacidade de financiamento junto do exterior e se projetam reduções adicionais dos níveis de endividamento do setor privado.

2. Informação recente

As projeções para a economia portuguesa apresentadas neste Boletim incorporam o conjunto de informação disponível até 24 de novembro de 2016 e as hipóteses técnicas subjacentes ao exercício de projeção do Eurosistema, recentemente divulgado pelo BCE (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”).

No primeiro semestre de 2016, o PIB apresentou um crescimento moderado de 0,9 por cento face ao período homólogo, prolongando o perfil de desaceleração iniciado na segunda metade de 2015. Face ao semestre anterior, a atividade económica aumentou 0,5 por cento.

O abrandamento da atividade em termos homólogos resultou de menores contributos positivos da procura interna e das exportações, à semelhança do verificado no segundo semestre de 2015. O menor dinamismo da procura interna em termos homólogos refletiu essencialmente a diminuição do investimento, verificando-se uma redução de 2,7 por cento da FBCF no primeiro semestre de 2016 (+4,5 por cento em 2015). A evolução deste agregado é explicada, em larga medida, pelas quedas registadas na FBCF em construção e na FBCF em máquinas e equipamentos, uma vez que o investimento em material de transporte manteve um crescimento robusto, ainda que inferior ao da segunda metade de 2015. Por seu turno, o crescimento mais moderado das exportações no primeiro semestre de 2016 refletiu a evolução negativa das exportações de combustíveis, cujo conteúdo importado é bastante significativo (cerca de

95 por cento). Em menor grau, registou-se também uma redução das exportações de serviços excluindo turismo.

Considerando as componentes líquidas de importações (isto é, deduzindo a cada componente da procura uma estimativa das importações necessárias para satisfazer essa procura), estima-se que a evolução do PIB na primeira metade de 2016 esteja associada à desaceleração da procura interna, uma vez que o crescimento das exportações líquidas de conteúdos importados estabilizou face ao semestre anterior (Gráfico 2.1).

Num contexto de uma nova melhoria dos termos de troca, e não obstante o crescimento em volume mais acentuado das importações do que das exportações, o excedente da balança de bens e serviços em percentagem do PIB apresentou um aumento face ao semestre homólogo. No entanto, o excedente da balança corrente e de capital diminuiu¹, refletindo o aumento do défice da balança de rendimento primário e a redução dos saldos das balanças de rendimento secundário e de capital.

No primeiro semestre de 2016, a situação no mercado de trabalho continuou a melhorar, observando-se uma redução da taxa de desemprego (de -1,2 pontos percentuais (p.p.) face ao semestre homólogo) e um aumento do emprego total (conceito de Contas Nacionais Trimestrais) de 0,9 por cento em termos homólogos (Gráfico 2.2).

Fortemente acelerada a atividade económica no terceiro trimestre de 2016

No terceiro trimestre de 2016, de acordo com a estimativa rápida divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), a atividade económica cresceu 1,6 por cento face ao período homólogo e 0,8 por cento face ao trimestre anterior (Gráfico 2.3).

A informação relativa à variação das principais componentes do PIB (ótica da despesa) apenas foi divulgada após a data de fecho de dados deste Boletim. Assim sendo, a análise da evolução dos agregados do PIB no terceiro trimestre de 2016 tem como base a informação de conjuntura recente e a informação qualitativa contida no destaque sobre a estimativa rápida.

Neste quadro, a aceleração da atividade económica refletiu, em termos homólogos, uma aceleração das exportações e um crescimento ligeiramente maior da procura interna. No que diz respeito ao forte crescimento face ao segundo trimestre de 2016, destaca-se o contributo positivo das exportações de bens e de serviços, em contraste com um contributo negativo da procura interna.

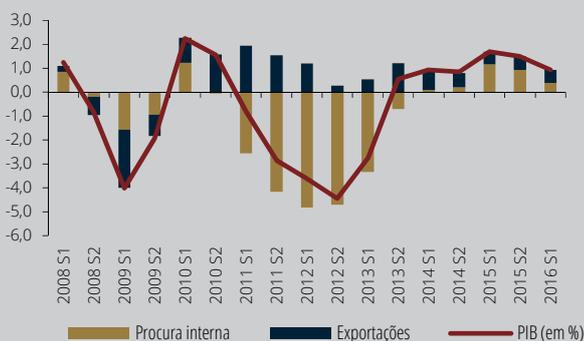
Crescimento mais forte do consumo privado e nova redução do investimento

Num contexto de aumento do rendimento disponível real, diminuição da taxa de desemprego e manutenção da confiança dos consumidores em níveis particularmente elevados, estima-se que o consumo privado tenha apresentado um crescimento dinâmico, superior ao verificado para o PIB no terceiro trimestre. A aceleração deste agregado em termos homólogos terá refletido essencialmente a aceleração do consumo não duradouro, visível no aumento mais marcado do índice de volume de negócios de comércio a retalho deflacionado e dos valores movimentados em Caixas Automáticas e Terminais

de Pagamento Automático. Em contrapartida, ter-se-á observado um abrandamento do consumo de bens duradouros pelo segundo trimestre consecutivo, explicado pela desaceleração das aquisições de automóveis ligeiros de passageiros (recorde-se que esta rubrica apresentou um forte crescimento nos primeiros três meses do ano, refletindo em larga medida uma antecipação das compras devido ao agravamento do Imposto sobre Veículos com a entrada em vigor do Orçamento do Estado para 2016, no início de abril). O crescimento acentuado desta componente nos anos anteriores ocorreu num contexto de recuperação do *stock* de automóveis, após as quebras especialmente expressivas acumuladas ao longo da recente recessão na economia portuguesa.

Por outro lado, a FBCF terá voltado a registar uma redução em termos homólogos, ainda que menos acentuada do que nos dois trimestres anteriores. A evolução da FBCF continuou a refletir a queda da componente de construção, em linha com a evolução das vendas de cimento, condicionada pela forte queda do investimento público. Ao nível do investimento em máquinas e equipamento, os indicadores de curto prazo disponíveis, em particular as importações nominais

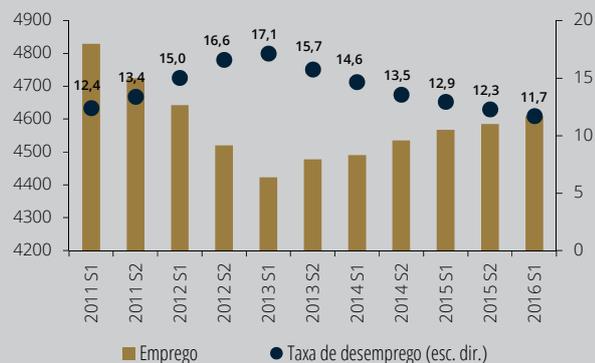
Gráfico 2.1 • Contributos líquidos para o crescimento do PIB, em termos homólogos | Em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa do Banco de Portugal das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa "O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal", *Boletim Económico* de junho de 2014.

Gráfico 2.2 • Evolução do emprego e da taxa de desemprego | Níveis em milhares de indivíduos e em percentagem



Fonte: INE (CNT e Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego).

Nota: Os dados para a taxa de desemprego (15 a 74 anos) encontram-se corrigidos de sazonalidade.

deste tipo de bens, apontam para um aumento no terceiro trimestre, após reduções nos três trimestres anteriores (Gráfico 2.4). A fraqueza desta componente da FBCF na segunda metade de 2015 e início de 2016 terá refletido um adiamento de decisões de investimento, num contexto de maior incerteza a nível interno e externo (Caixa "Impacto de medidas de incerteza na economia portuguesa"), conjugado com a manutenção de um nível de utilização da capacidade produtiva ainda abaixo da média histórica. Adicionalmente, a menor distribuição de fundos comunitários na primeira metade do ano, possivelmente refletindo a transição para um novo Quadro de Referência Estratégico Nacional (QREN), poderá também ter condicionado a evolução desta variável. Por fim, a FBCF em material de transporte terá desacelerado, refletindo uma evolução menos positiva das vendas de veículos comerciais pesados, bem como um efeito base relativo à importação de aviões no trimestre homólogo.

⋮ Aceleração das exportações

No terceiro trimestre de 2016, as exportações em volume deverão ter apresentado um crescimento em termos homólogos bastante dinâmico,

superior ao do trimestre anterior, e acima da estimativa para a procura externa. A aceleração foi extensível às componentes de bens e de serviços, destacando-se o forte aumento das exportações de bens excluindo energéticos e a recuperação das exportações de serviços excluindo turismo. As exportações de turismo terão mantido um dinamismo elevado, próximo do registado nos trimestres anteriores, num contexto de crescimentos especialmente robustos nos últimos anos. Note-se que a evolução das exportações de bens no terceiro trimestre está parcialmente afetada pela entrega de material militar adquirido a Portugal pela Roménia. No entanto, esta operação tem um impacto praticamente neutro no PIB, dado que o efeito positivo nas exportações é compensado por um efeito de sinal contrário no investimento público em máquinas e equipamento.

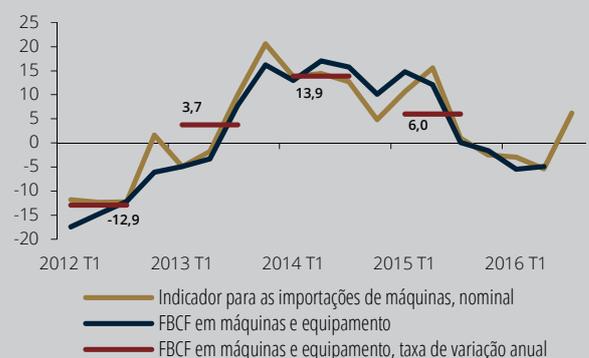
Considerando os valores nominais do comércio internacional de bens, observa-se no terceiro trimestre uma aceleração, em termos homólogos, das exportações excluindo energéticos. No que diz respeito à evolução por países de destino, constata-se a resiliência das exportações para países da União Europeia, cujo contributo para o aumento das exportações se tem

Gráfico 2.3 • Produto interno bruto
| Taxa de variação real, em percentagem



Fonte: INE.

Gráfico 2.4 • FBCF em máquinas e equipamento, em termos reais
| Taxas de variação homóloga, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal

mantido elevado. Em particular, no terceiro trimestre, é de destacar o dinamismo das vendas para Espanha. Por seu turno, o contributo das exportações para países extracomunitários foi bastante menos negativo neste período, refletindo uma menor queda das exportações para Angola e uma recuperação das exportações para o Brasil e para a China (Gráfico 2.5).

No que diz respeito à recuperação das exportações de serviços excluindo turismo, a informação nominal para o terceiro trimestre da Balança de Serviços permite identificar uma menor queda, em termos homólogos, na rubrica de serviços de transporte aéreo de passageiros (-1,8 por cento, após -10,4 por cento no primeiro semestre) (Gráfico 2.6). Adicionalmente, após o fraco comportamento no segundo trimestre, registaram-se melhorias nas exportações de serviços de telecomunicações e informáticos e nas exportações de outros serviços relacionados com publicidade e estudos de mercado e com comércio.

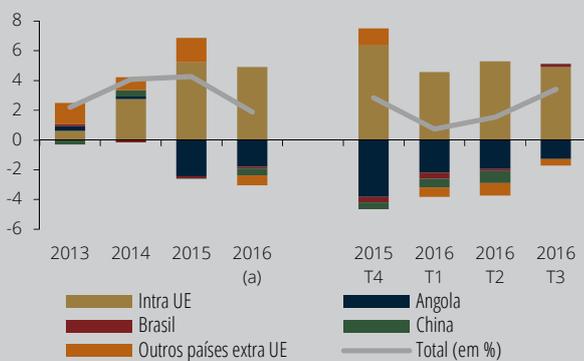
Por fim, as importações em volume deverão ter acelerado em termos homólogos no terceiro trimestre. Esta evolução terá subjacente uma aceleração das importações de bens (refletindo a evolução dos agregados da despesa com elevado conteúdo importado, nomeadamente da FBCF em máquinas e equipamentos) e de

turismo, e uma recuperação das importações de outros serviços. O aumento das importações neste período deverá ter sido superior ao da procura global ponderada por conteúdos importados, implicando uma variação homóloga da penetração das importações mais expressiva do que no trimestre anterior.

No quarto trimestre, o PIB deverá manter o ritmo de crescimento em termos homólogos. Esta evolução deverá traduzir uma aceleração do consumo privado e uma menor queda da FBCF, compensada por uma desaceleração das exportações, não obstante o impacto sobre as exportações de turismo de um importante evento internacional em Lisboa.

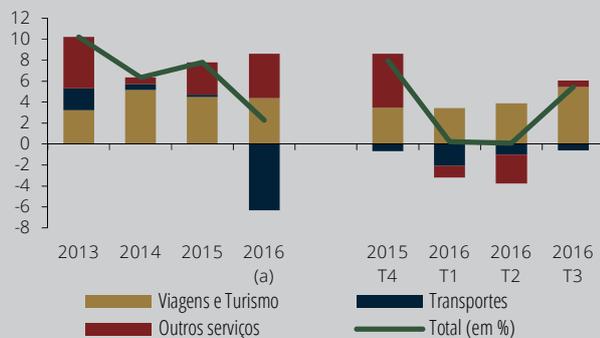
No que diz respeito à evolução em cadeia, tendo em conta que o crescimento no terceiro trimestre terá refletido parcialmente fatores com uma natureza temporária – com destaque para o dinamismo das exportações de bens para alguns destinos geográficos², bem como a concretização de decisões de investimento adiadas em trimestres anteriores – projeta-se uma atenuação do ritmo de crescimento no último trimestre de 2016, para níveis próximos dos observados na primeira metade do ano.

Gráfico 2.5 • Exportações nominais de bens excluindo combustíveis por país de destino | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais



Fonte: INE (Estatísticas do Comércio Internacional).
Nota: (a) Dados até setembro.

Gráfico 2.6 • Exportações nominais de serviços | Contributos para a taxa de variação homóloga, em pontos percentuais



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: (a) Dados até setembro.

Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

As projeções apresentadas neste Boletim assentam num conjunto de hipóteses relativas ao enquadramento externo da economia portuguesa consistente com a informação implícita no exercício de projeção do Eurosistema, divulgado no dia 8 de dezembro. As principais hipóteses técnicas encontram-se no Quadro 1 e têm como base a informação disponível até 24 de novembro.

No que diz respeito ao enquadramento internacional, as atuais hipóteses apontam para uma aceleração gradual da atividade e do comércio mundial ao longo do horizonte de projeção. Apesar desta evolução positiva, no horizonte de projeção o crescimento económico mundial deverá manter níveis inferiores aos verificados em média no período anterior à crise financeira. Neste contexto, espera-se que a procura externa dirigida à economia portuguesa apresente um maior crescimento em 2017 (3,4 por cento, após 2,0 por cento em 2016) – mas abaixo do crescimento médio de 7 por cento observado no período de 1995 a 2007 – mantendo-se relativamente estável em torno de 4 por cento em 2018 e 2019. A aceleração registada face a 2016, comum aos mercados intra e extra área do euro, é mais acentuada no último caso, onde a deterioração tinha sido mais forte. Ainda assim, a procura proveniente da área do euro deverá continuar a exibir crescimentos mais robustos do que os das restantes economias. Face às hipóteses assumidas nos exercícios de projeção anteriores, a procura externa dirigida à economia portuguesa foi revista em baixa ao longo do período de projeção.

Considerando a informação implícita no mercado de futuros à data de fecho da informação, estima-se que, em termos médios anuais, o preço do petróleo (em dólares e em euros) volte a diminuir em 2016 face ao ano anterior, prolongando uma tendência observada desde 2013. Esta tendência de queda deverá ser interrompida em 2017, antecipando-se um aumento médio do preço do petróleo de aproximadamente 15 por cento. Nos anos seguintes, o ritmo de crescimento deverá abrandar. Comparando com o *Boletim Económico* de outubro, verifica-se uma revisão em alta do nível estimado para 2016. Em 2017 e 2018, as hipóteses para o preço do petróleo em dólares são ligeiramente superiores às assumidas no *Boletim Económico* de junho. A magnitude destas revisões é mais acentuada nos preços em euros dada a revisão em baixa da hipótese técnica para a respetiva taxa de câmbio.

A evolução da taxa EURIBOR a três meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros. De acordo com esta informação, o nível da taxa de juro de curto prazo deverá manter-se ligeiramente negativo no período 2016-2018, refletindo em parte o conjunto alargado de medidas de política monetária adotadas pelo BCE. No final do horizonte de projeção deverá registar-se um aumento, antecipando-se uma taxa de juro nula em 2019. Por seu turno, a taxa de juro de longo prazo da dívida pública portuguesa, cuja metodologia de cálculo assenta numa estimativa da taxa implícita assumindo uma hipótese para a taxa de juro das novas emissões, deverá situar-se em torno de 3,4 por cento no período 2016-2018, diminuindo ligeiramente em 2019. Os níveis para as taxas de juro de curto e longo prazo da dívida pública mantêm-se virtualmente inalterados face aos assumidos nos exercícios anteriores.

A hipótese técnica para as taxas de câmbio pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. Assim, após uma depreciação significativa do euro em 2015, projeta-se, em termos médios anuais, uma apreciação em 2016 e 2017 da taxa de câmbio efetiva, ligeiramente mais expressiva do que a antecipada no *Boletim Económico* de outubro.

A projeção das variáveis orçamentais incorpora as medidas de política já aprovadas (ou com elevada probabilidade de aprovação) e especificadas com detalhe suficiente, em linha com o procedimento adotado no âmbito dos exercícios do Eurosistema.

No que respeita ao Orçamento do Estado para 2017, as principais medidas consideradas incluem o efeito remanescente da eliminação gradual da sobretaxa de IRS ao longo de 2017, as alterações anunciadas no sentido do aumento da tributação indireta e a atualização das pensões.

A atual estimativa para 2016 aponta para uma variação em 1,0 por cento do consumo público em termos reais, em larga medida decorrente do crescimento da despesa em consumo intermédio, que se encontra influenciado pelo aumento dos encargos com parcerias público-privadas do setor rodoviário. Adicionalmente, considerou-se um crescimento muito ligeiro do emprego público e uma estimativa preliminar, rodeada de incerteza, do impacto da redução do horário normal de trabalho na função pública no segundo semestre de 2016.

De 2017 em diante, prevê-se um crescimento moderado do volume do consumo público, refletindo uma hipótese de redução dos encargos com parcerias público-privadas (em linha com o Relatório do Orçamento do Estado para 2017) e de quase estabilização do número de funcionários públicos em média anual. No que se refere ao deflator do consumo público, projeta-se uma variação positiva ao longo do horizonte. Em 2016 e 2017 esta evolução reflete, em particular, a reversão gradual da redução remuneratória na administração pública e, em 2018 e 2019, tem subjacente uma hipótese de atualização salarial em linha com a inflação.

Em 2016, o investimento público deverá registar uma queda pronunciada, apenas parcialmente explicada pelas entregas de material militar vendido e pela reversão do efeito associado à aquisição de bens imobiliários pela Oitante em 2015. Para 2017, prevê-se uma recuperação do investimento público, tal como antecipado no Relatório do Orçamento do Estado para 2017, e nos anos seguintes projeta-se uma evolução aproximadamente em linha com o PIB nominal.

Quadro 1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE dezembro 2016					BE outubro 2016		BE junho 2016		
		2015	2016	2017	2018	2019	2016	2016	2017	2018	
Enquadramento internacional											
PIB mundial	tva	3,1	2,9	3,3	3,4	3,5	2,9	2,9	3,4	3,5	
Comércio mundial	tva	1,9	1,5	3,2	3,9	4,0	1,8	2,5	4,0	4,3	
Procura externa	tva	3,8	2,0	3,4	4,0	4,1	2,8	3,7	4,5	4,7	
Preço do petróleo em dólares	vma	52,4	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	43,4	49,1	51,3	
Preço do petróleo em euros	vma	47,2	38,8	45,3	48,3	50,1	38,4	38,3	42,9	44,9	
Condições monetárias e financeiras											
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	3,6	3,4	3,4	3,4	3,3	3,5	3,5	3,5	3,4	
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	-9,3	2,8	0,4	0,0	0,0	2,5	2,9	0,3	0,0	
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,11	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,13	1,14	1,14	

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

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

3. Oferta, procura e contas externas

Recuperação da atividade e emprego, num contexto de baixo crescimento da produtividade

Após um crescimento de 1,6 por cento em 2015, o PIB deverá apresentar uma variação anual de 1,2 por cento em 2016, acelerando para 1,4 por cento em 2017 e mantendo uma relativa estabilidade na taxa de crescimento em 2018-2019 (1,5 por cento). Esta evolução implicará que o nível do PIB no final do horizonte de projeção se situe em valores próximos dos observados em 2008, ano de início da crise financeira internacional.

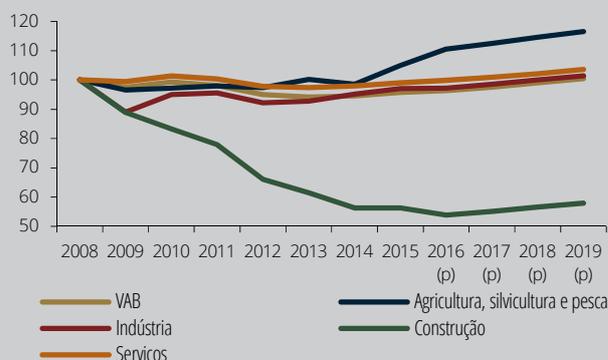
Em termos setoriais, projeta-se uma menor taxa de variação anual da maioria dos principais setores de atividade em 2016, com destaque para a construção e para a indústria, que registaram uma redução do seu valor acrescentado na primeira metade deste ano (Gráfico 3.1). Ao longo do horizonte de projeção, a atividade deverá recuperar nestes setores. A atividade no setor dos serviços – que tem um peso de cerca de 74 por cento no Valor Acrescentado Bruto (VAB) – deverá apresentar um perfil de aceleração moderada em 2017-2019, após uma ligeira desaceleração

em 2016. Este setor continuará a beneficiar do dinamismo das exportações, em particular de turismo, mas também dos serviços associados às exportações de bens, em linha com uma maior afetação de recursos produtivos para os setores mais expostos à concorrência internacional.

A projeção tem subjacente uma evolução favorável do mercado de trabalho no horizonte de projeção. Assim, após um crescimento forte em 2016 – superior ao do PIB e próximo do registado em 2015 (1,5 por cento) – o emprego deverá apresentar um ritmo de crescimento em 2017-2019 de cerca de 1 por cento, mais em linha com a relação histórica do emprego com a atividade (Gráfico 3.2). O crescimento do emprego ocorrerá no setor privado, já que o emprego público deverá permanecer relativamente estável. Esta evolução do emprego, a par da hipótese de virtual estabilização da população ativa, implica a manutenção de um perfil descendente da taxa de desemprego ao longo do horizonte de projeção, de 11 por cento em 2016 para 8,5 por cento em 2019 (Gráfico 3.3).

A evolução da atividade e do emprego tem-se traduzido numa dinâmica muito fraca da produtividade do trabalho no recente período de recuperação. Após uma ligeira redução em 2016, projeta-se um crescimento anual da produtividade

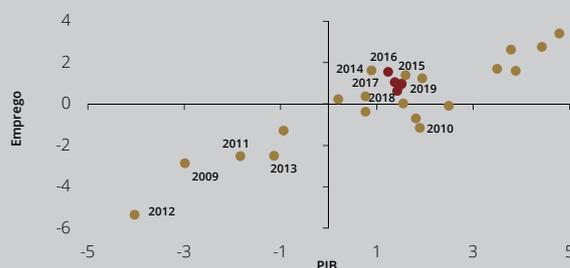
Gráfico 3.1 • VAB total e setorial
| Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. As projeções por setor de atividade são baseadas em modelos simples que têm em conta a evolução das componentes da despesa mais relevantes para cada ramo de atividade.

Gráfico 3.2 • PIB e emprego
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Os valores relativos ao período 2016-2019 referem-se a projeções.

do trabalho em torno de 0,5 por cento ao longo do horizonte de projeção. Esta evolução da produtividade na recuperação económica em curso fica bastante aquém da observada em ciclos anteriores, o que é comum a muitas economias avançadas, incluindo da área do euro (Gráfico 3.4). Refira-se, no entanto, que o período de recessão que antecedeu a atual recuperação também apresentou uma evolução atípica da produtividade, refletindo quebras do emprego que excederam as registadas pela atividade.

A forte quebra do investimento no decurso dos episódios recessivos do período 2008-2012, e em particular o seu impacto sobre a adoção de novas tecnologias e novos processos produtivos, poderão ter condicionado os ganhos de eficiência de uma forma relativamente generalizada a nível setorial. A afetação do capital na economia exhibe distorções que condicionam o crescimento da atividade, embora não exista evidência disponível para o período mais recente³. Adicionalmente, a afetação do fator trabalho é também ineficiente, no sentido em que o maior peso do emprego está concentrado em setores menos produtivos do que a média. No entanto, a evidência disponível aponta para

que se tenha continuado a observar uma realocação do emprego para setores de atividade mais produtivos ou com maior crescimento da produtividade, em linha com o observado desde o início do período de ajustamento⁴.

O perfil projetado para o PIB *per capita* é idêntico ao da atividade, dada a hipótese considerada de estabilidade da população. Os resultados de um exercício de decomposição do crescimento apontam para que a evolução do PIB *per capita* continue a ser explicada em larga medida pelo contributo do fator trabalho (0,7 p.p. em média no horizonte de projeção), dado o perfil projetado para o emprego (Gráfico 3.5). O contributo do fator capital deverá continuar a ser aproximadamente nulo ao longo do horizonte de projeção, já que, não obstante a recuperação do investimento, este deverá ainda manter-se em níveis que apenas permitem compensar a depreciação do capital. Este é um aspeto limitativo do crescimento do PIB potencial, já que é através do capital que é feita a incorporação de novas tecnologias no processo produtivo. O capital humano, avaliado considerando o número médio de anos de escolaridade como indicador, deverá apresentar também um

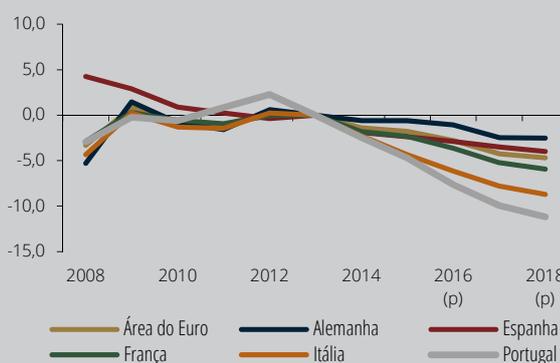
Chart 3.3 • Emprego e taxa de desemprego
| Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Chart 3.4 • Produtividade do trabalho: comparação entre países da respetiva evolução face a anteriores fases de recuperação do PIB | Desvio acumulado por país face à média de ciclos anteriores



Fontes: Comissão Europeia (AMECO), INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. As recuperações consideradas foram determinadas em função do ciclo económico português e tiveram início em 1984, 1993, 2003 e 2013. A recuperação de 2009 não foi considerada devido à sua reduzida duração. Para cada país a evolução apresentada corresponde à variação acumulada com referência ao ano de 2013 subtraída da variação acumulada média com referência aos anos de 1984, 1993 e 2003.

contributo importante para o crescimento do PIB *per capita* em termos médios no período de projeção (0,5 p.p.). Finalmente, o crescimento do PIB *per capita* deverá beneficiar de um contributo favorável da produtividade total dos fatores (cerca de 0,2 p.p. em média no horizonte de projeção), para a qual concorrem as melhorias da afetação de recursos na economia.

Manutenção de crescimento estável da procura interna, com recomposição favorável ao investimento

Considerando as componentes da despesa deduzidas dos respetivos conteúdos importados, o abrandamento em 2016 traduz um menor contributo da procura interna, nomeadamente do investimento (Gráfico 3.6). Este deverá registar uma redução em componentes com reduzido conteúdo importado, como é o caso da construção. No caso das exportações, a desaceleração em 2016 está associada a componentes com um elevado conteúdo importado, pelo que apesar de se verificar uma redução do seu contributo em termos brutos para o PIB, o mesmo não acontece

quando são deduzidos os respetivos conteúdos importados. Para 2017-2019, projeta-se uma relativa estabilização do contributo das exportações líquidas de conteúdos importados. Esta continuará a ser a componente com maior contributo para o crescimento do PIB. Não obstante, a aceleração moderada da atividade em 2017 e 2018 deverá ser determinada pelo aumento do contributo da procura interna, associado a uma recomposição da mesma, que traduz uma recuperação do investimento e um menor crescimento do consumo por comparação com o projetado para 2016. Em 2019 esta composição deverá permanecer virtualmente inalterada.

Ao longo do horizonte de projeção, o consumo privado deverá apresentar um crescimento ligeiramente inferior ao da atividade. A evolução projetada implica que o nível do consumo privado se situe marginalmente acima do registado em 2008 no final do horizonte de projeção (Gráfico 3.7).

A evolução relativamente dinâmica do consumo privado observada nos anos mais recentes e projetada para 2016 reflete um contributo significativo do consumo de bens duradouros (Gráfico 3.8). Este perfil é habitual em fases de

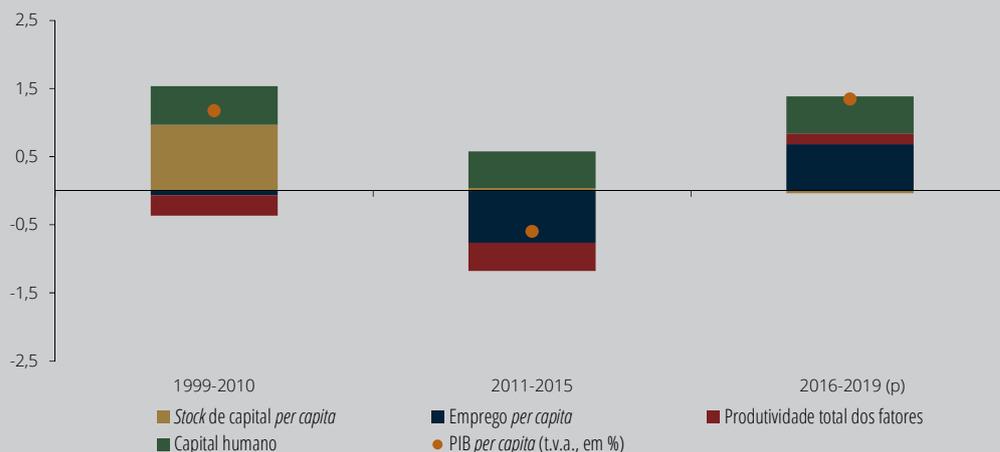


Chart 3.5 • Decomposição da variação real do PIB *per capita* | Contributos em pontos percentuais

Fontes: Barro e Lee (2013), Quadros de Pessoal, INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. O exercício de contabilidade do crescimento do PIB *per capita* tem por base uma função de produção Cobb-Douglas. As medidas de capital humano foram construídas a partir dos dados de Barro, R. J. e Lee, J. W. (2013), “A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010”, *Journal of Development Economics* 104, pp. 184-198. Para Portugal, estas séries foram anualizadas e prolongadas utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego dos Quadros de Pessoal (até 2012) e do Inquérito ao Emprego do INE (para 2013 e 2014).

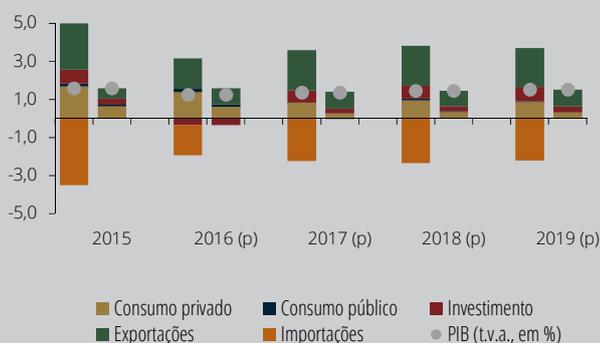
recuperação do ciclo e está relacionado com o adiamento da aquisição de bens duradouros em períodos de crise, o que cria uma procura latente acumulada⁵. Esta traduz-se em crescimentos muito significativos quando a recuperação tem lugar, mas que apenas implicam o regresso ao *stock* ótimo desejado de bens duradouros. Na fase de recuperação mais recente, este efeito foi mais acentuado do que no passado, possivelmente porque a severidade e duração da recessão que a antecedeu foi também superior, sendo também influenciado por condições de financiamento mais favoráveis (Gráfico 3.9). Ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se a dissipação deste efeito, o que se deverá traduzir numa estabilização do peso do consumo de bens duradouros no PIB. O consumo de bens não duradouros deverá manter um crescimento em torno de 1,5 por cento em 2017-2019, acima da evolução projetada para o rendimento disponível real. O rendimento disponível real deverá apresentar um crescimento relativamente estável no horizonte de projeção, refletindo um quadro de crescimento contido da massa salarial – embora superior ao observado desde 2008 – e o impacto de medidas orçamentais com um efeito positivo no rendimento disponível nominal incluídas nos Orçamentos do Estado de 2016 e 2017, bem como o efeito da aceleração do deflator do

consumo privado. Esta evolução dos preços no consumidor reflete parcialmente a dissipação da pressão descendente sobre os preços originada pela redução do preço do petróleo nos anos mais recentes (Secção 4. Preços e salários).

A evolução projetada para o consumo privado e para o rendimento disponível traduz-se numa redução da taxa de poupança em 2016, prolongando a tendência descendente observada nos dois anos anteriores. Para 2017-2019, a projeção admite que a taxa de poupança das famílias se situe em média em 3,6 por cento.

Após um crescimento de 4,5 por cento em 2015, a FBCF deverá apresentar uma queda de 1,7 por cento em 2016, recuperando em 2017-2019 para taxas de variação próximas da registada em 2015. A redução estimada para 2016 resulta do comportamento da FBCF pública e da FBCF residencial. O investimento público deverá diminuir de forma acentuada em 2016, apresentando um crescimento médio relativamente moderado nos anos seguintes (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”). A evolução desta componente no ano de 2016 reveste-se de particular incerteza, dada a entrada em vigor tardia do orçamento para este ano e tendo em conta o perfil da despesa associada a projetos de investimento cofinanciados por fundos comunitários. Note-se

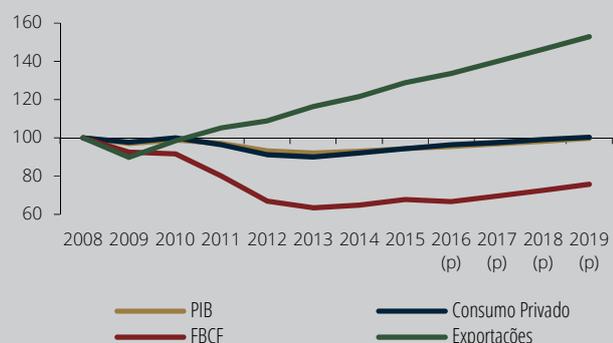
Gráfico 3.6 • Contributos brutos e líquidos para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. Em cada ano, a barra à esquerda refere-se aos contributos brutos de cada componente para o PIB e a barra da direita aos correspondentes contributos líquidos de importações.

Gráfico 3.7 • Evolução da composição do PIB | Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

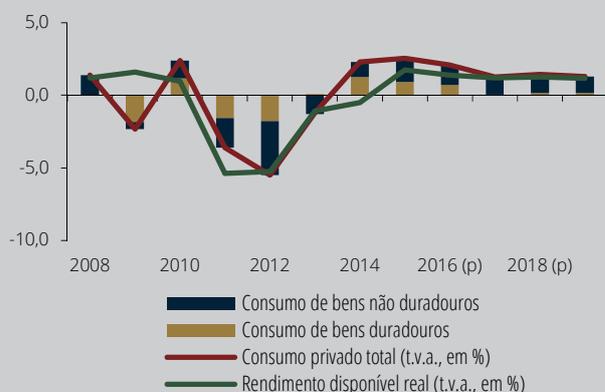
que a distribuição de fundos comunitários aos destinatários finais na primeira metade do ano foi inferior à habitual, num contexto de transição para o QREN 2014-2020. Este facto também terá afetado a FBCF no setor privado no mesmo período. A FBCF em habitação deverá apresentar uma queda de 3,4 por cento em 2016, a que se deverão seguir crescimentos moderados, em torno de 2 por cento, ao longo do restante horizonte de projeção. A evolução neste setor tem sido negativa de forma quase ininterrupta desde 2000, refletindo a reestruturação do setor em resposta a condicionantes estruturais. Em 2017-2019 a projeção contempla o regresso a variações positivas, embora moderadas, em resultado da progressiva melhoria das condições no mercado de trabalho e a manutenção de condições de financiamento favoráveis. A evolução desta variável deverá permanecer condicionada pela evolução da população residente, que tem apresentado uma tendência de redução, e pelo elevado nível de endividamento das famílias.

A projeção contempla uma trajetória de aceleração para a FBCF empresarial, de 1,9 por cento em 2016 para 5,6 por cento em 2019, em consonância com a melhoria das expectativas de procura quer interna quer externa, num quadro de manutenção de condições financiamento

favoráveis, que deverão continuar a beneficiar do impacto das medidas de política monetária não convencional do BCE (Tema em Destaque “Viver abaixo de zero: a transmissão da política monetária com taxas de juro negativas”). No horizonte de projeção, deverá observar-se um aumento do peso desta componente no PIB, implicando o regresso ao valor médio registado em 1999-2005. No entanto, em 2019, o nível da FBCF empresarial deverá ainda manter-se abaixo do observado em 2008, embora o desvio seja menor do que para as restantes componentes da FBCF por setor institucional (Gráfico 3.10).

A partir de 2016 o perfil de recuperação da FBCF total é relativamente fraco face a períodos de recuperação anteriores, estando essencialmente em linha com a recuperação que se seguiu à crise de 2003 (Gráfico 3.11), não obstante o facto de a crise atual ter sido bastante mais acentuada do que as anteriores. É de referir que esta evolução comparativamente mais fraca da FBCF é uma característica extensível a outros países da área do euro, com particular destaque para Espanha e Itália (Gráfico 3.12). Existem fatores contributivos para esta fraqueza relativa que, embora também presentes a nível europeu, poderão estar ampliados no caso português. Neste contexto, é de referir que as perspetivas para a FBCF privada

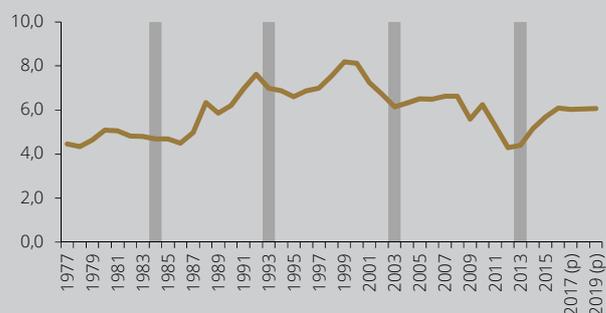
Gráfico 3.8 • Consumo privado e rendimento disponível | Taxa de variação em percentagem e contributos em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 3.9 • Peso do consumo de bens duradouros no PIB | Em percentagem do PIB



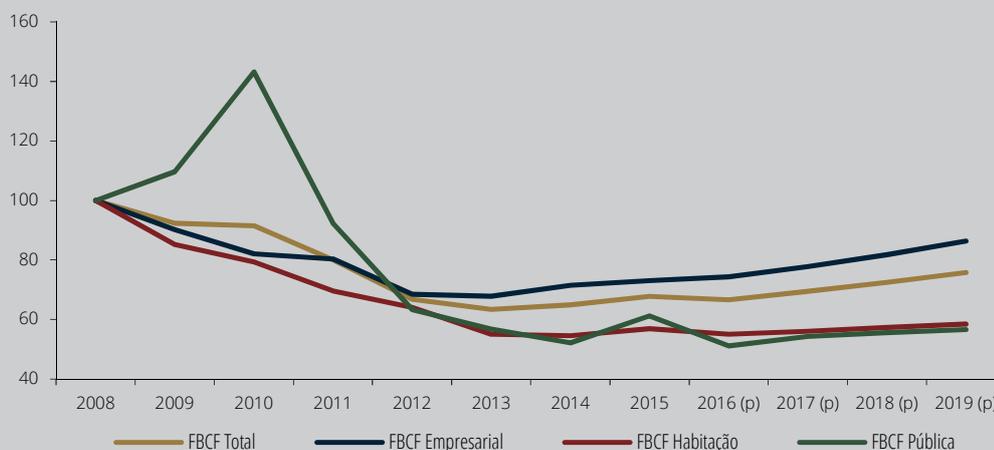
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. O sombreado denota o início de períodos de recuperação do ciclo económico português, que tiveram lugar em 1984, 1993, 2003 e 2013. A recuperação de 2009 não foi considerada devido à sua reduzida duração.

ao longo do horizonte de projeção se encontram condicionadas pela necessidade de desalavancagem do setor privado, já que, apesar da redução do nível de endividamento ocorrida desde o início da crise financeira, o endividamento dos particulares e das sociedades não financeiras permanece ainda elevado por comparação com outros países da União Europeia (Gráfico 3.13). Esta tendência de redução do endividamento deverá prosseguir ao longo do horizonte de projeção, quer no caso dos particulares quer no caso das

sociedades não financeiras, mas de forma mais acentuada no primeiro caso (Gráfico 3.14). A evolução da FBCF privada poderá estar condicionada pela revisão em baixa das expectativas do crescimento da economia no médio prazo, fator também associado ao baixo ritmo de recuperação do investimento privado em vários países da área do euro. O perfil projetado para o investimento público também se destaca do observado em anteriores fases de recuperação, refletindo a necessidade atual de consolidação orçamental.

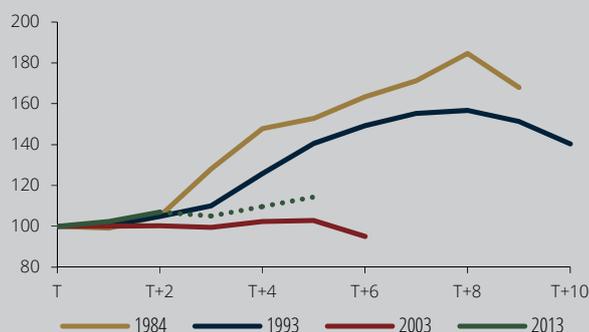
Gráfico 3.10 •
FBCF por setor
institucional
| Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

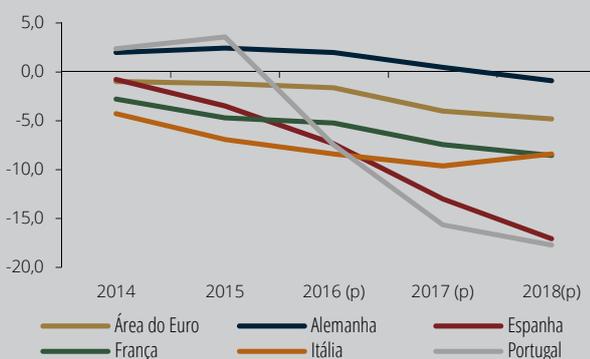
Gráfico 3.11 • Evolução da FBCF em fases de recuperação do ciclo | Índice T=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: As recuperações consideradas foram determinadas em função do ciclo económico português e tiveram início (T) em 1984, 1993, 2003 e 2013. A recuperação de 2009 não foi considerada devido à sua reduzida duração. O tracejado assinala o período de projeção.

Gráfico 3.12 • Comparação entre países da evolução da FBCF em fases de recuperação do ciclo | Desvio acumulado por país face à média de ciclos anteriores



Fontes: Comissão Europeia (AMECO), INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. As recuperações consideradas foram determinadas em função do ciclo económico português e tiveram início em 1984, 1993, 2003 e 2013. A recuperação de 2009 não foi considerada devido à sua reduzida duração. Para cada país a evolução apresentada corresponde à variação acumulada com referência ao ano de 2013 subtraída da variação acumulada média com referência aos anos de 1984, 1993 e 2003.

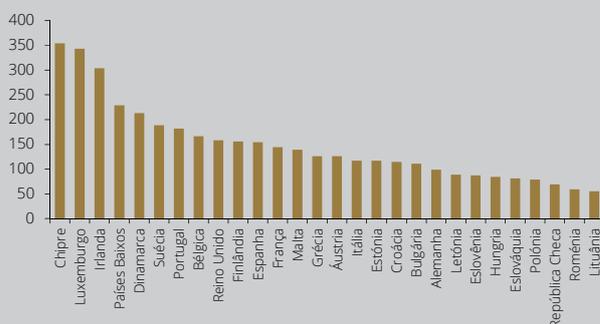
· Crescimento muito robusto das exportações, implicando continuação de ganhos de quota de mercado

Após um crescimento muito dinâmico em 2015 (6,1 por cento), as exportações de bens e serviços deverão desacelerar em 2016 (3,7 por cento), recuperando para um ritmo de crescimento de 4,8 por cento em 2017 e de 4,6 e 4,4 por cento, respetivamente em 2018 e 2019. O abrandamento em 2016, que não deverá impossibilitar um novo ganho de quotas de mercado, reflete quer a desaceleração da procura externa (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”), quer alguns fatores de natureza temporária, como a redução na produção em unidades industriais dos setores automóvel e energético. Adicionalmente, em 2016, as exportações continuaram a refletir o comportamento desfavorável das vendas para alguns mercados extracomunitários, com destaque para Angola (não obstante uma menor queda na segunda metade do ano). Em 2017, a dissipação destes fatores, bem como a aceleração assumida para a procura externa, deverão contribuir para o retorno das exportações a um crescimento mais dinâmico. As exportações de

bens deverão ainda beneficiar em 2017 e 2018 do aumento da capacidade produtiva de uma unidade de produção do setor automóvel, o que contribuirá para a manutenção de um crescimento desta componente acima da procura externa.

As exportações de serviços também deverão apresentar um crescimento superior ao da procura externa ao longo do horizonte de projeção. Embora se projete um menor crescimento das exportações de turismo, espera-se que estas mantenham um elevado dinamismo. Em resultado desta evolução, a economia portuguesa deverá continuar a apresentar ganhos de quota de mercado ao longo do horizonte de projeção, ainda que progressivamente mais moderados, o que determina a ligeira desaceleração das exportações projetada para 2018 e 2019 (Gráfico 3.15). Estes ganhos de quota são mais acentuados em 2016 (tal como em 2015) se as hipóteses para a procura externa forem refinadas de forma a ter em conta a especificidade da evolução da economia angolana neste período. O dinamismo das exportações ao longo do horizonte de projeção traduz-se na continuação do aumento do seu peso no PIB, mesmo quando excluídos os respetivos conteúdos importados. Assim, em 2019, o peso das exportações no PIB deverá

Gráfico 3.13 • Endividamento total do setor privado não financeiro na União Europeia em 2015
| Posições em fim de período em percentagem do PIB



Fonte: Eurostat.

Gráfico 3.14 • Endividamento total do setor privado não financeiro em Portugal | Posições em fim de período em percentagem do PIB e do rendimento disponível



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

situar-se em 48 por cento, que compara com 32 por cento em 2008 (considerando os níveis líquidos de conteúdos importados, este peso deverá aumentar de cerca de 20 para cerca de 27 por cento no mesmo período).

A atual projeção aponta para uma desaceleração das importações de bens e serviços em 2016, para 3,5 por cento, após o crescimento muito significativo registado em 2015 (8,2 por cento). Em 2017-2018, as importações deverão acelerar novamente para valores em torno de 5 por cento, desacelerando em 2019 para 4,5 por cento. Este perfil reflete uma evolução das importações aproximadamente em linha com a sua elasticidade histórica face à procura global ponderada por conteúdos importados, o que implica a continuação do aumento da penetração de importações ao longo do horizonte de projeção, embora de forma mais moderada do que a observada nos anos mais recentes (Gráfico 3.16).

Uma análise da imputação das importações às componentes da despesa em função do respetivo conteúdo importado, ou seja, o contraponto do Gráfico 3.6, mostra que ao longo do período de recuperação iniciado em 2013 as rubricas da despesa com maior contributo para o crescimento das importações foram as exportações, com a variabilidade anual a ser

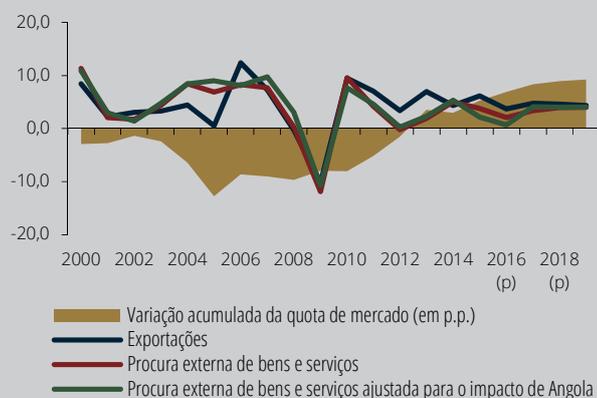
explicada em larga medida pelo comportamento da componente energética, e o consumo privado (Gráfico 3.17). A importância deste último reflete o efeito da aquisição de bens duradouros, dado o elevado conteúdo importado desta componente. Ao longo do horizonte de projeção, com a dissipação deste efeito, as exportações deverão manter-se como a componente mais determinante para o crescimento das importações.

A evolução muito dinâmica projetada para as exportações e importações deverá implicar a continuação da tendência, acentuada a partir 2010, de aumento do grau de abertura da economia portuguesa (medido pelo peso médio dos dois fluxos comerciais no PIB, em termos nominais), após uma ligeira redução em 2016 (Gráfico 3.18). No entanto, esta redução temporária não se verifica quando o indicador é calculado em termos reais.

Redução da capacidade de financiamento face a anos anteriores

A atual projeção aponta para a manutenção de uma capacidade de financiamento da economia portuguesa, medida pelo saldo conjunto das balanças corrente e de capital, embora em níveis

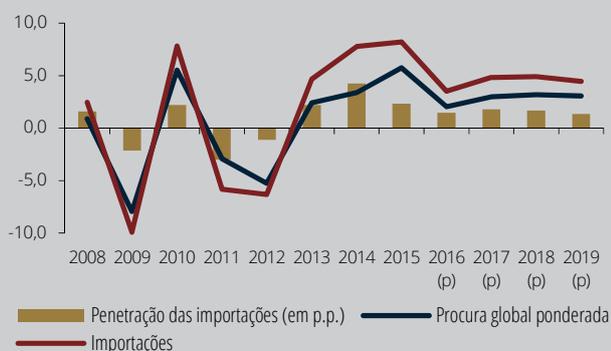
Gráfico 3.15 • Exportações de bens e serviços e procura externa | Taxa de variação anual, em percentagem



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

Notas: (p) – projetado. A variação da quota de mercado foi calculada com a procura externa de bens e serviços não ajustada para o impacto de Angola.

Gráfico 3.16 • Importações e procura global ponderada | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

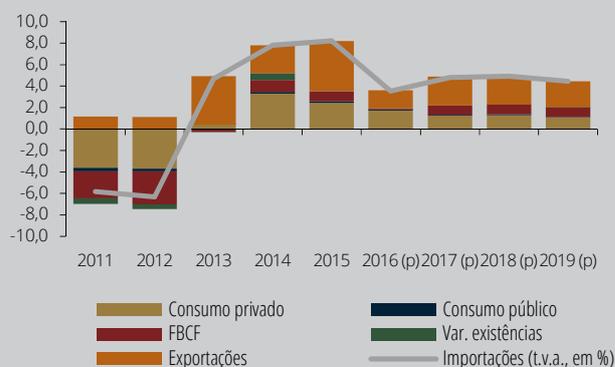
Nota: (p) – projetado.

inferiores aos observados nos anos mais recentes. Assim, após ter atingido 1,7 por cento do PIB em 2015, o saldo da balança corrente e de capital deverá reduzir-se para 1,1 por cento do PIB em 2016, mantendo-se próximo deste valor até ao final do horizonte de projeção. A redução do saldo em percentagem do PIB em 2016 é extensível a todas as principais componentes da balança, com exceção da balança de bens e serviços. Em particular, a balança de rendimento secundário tem vindo a ser afetada por menores níveis de remessas de emigrantes – em particular oriundas da Suíça (o segundo país emissor mais importante para Portugal, com um peso de cerca de 26 por cento em 2015) – e de outras transferências privadas. Este impacto é considerado como sendo de natureza permanente ao longo do horizonte de projeção. No caso da balança de capital, tem-se registado uma distribuição dos fundos comunitários aos destinatários finais inferior à do ano anterior, que poderá estar associada à transição entre QREN. A atual projeção admite alguma recuperação destes fluxos na segunda metade de 2016 e uma estabilização do saldo desta balança em percentagem do PIB ao longo do restante horizonte de projeção, num nível próximo do observado em 2015. O défice da balança de rendimento primário em percentagem do PIB deverá aumentar

em 2016 apresentando depois uma trajetória de ligeira redução até ao final do horizonte de projeção, beneficiando da hipótese técnica considerada para a taxa de juro implícita na dívida pública. O excedente da balança de bens e serviços em percentagem do PIB deverá aumentar ligeiramente em 2016 e reduzir-se em 2017 para um valor próximo do observado em 2015, estabilizando no restante horizonte de projeção. Esta variabilidade no saldo reflete a evolução dos termos de troca, compensada parcialmente por efeitos de volume e preço (Gráfico 3.19). Os ganhos de termos de troca observados desde 2012, que só em parte resultam da evolução do preço do petróleo, proporcionaram um contributo muito importante para o ajustamento externo da economia portuguesa. Entre 2012 e 2015, 2,5 p.p. do PIB da variação acumulada da balança comercial é atribuível à variação dos termos de troca, enquanto no caso da balança de bens e serviços excluindo energéticos este efeito de termos de troca foi de 1,4 p.p. do PIB.

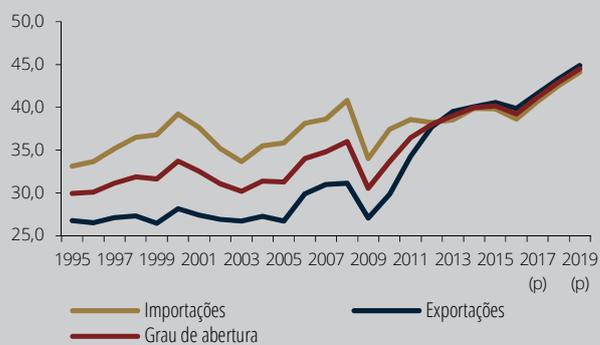
A redução da capacidade de financiamento em 2016 traduz uma redução da poupança agregada da economia e, em menor grau, das transferências de capital em percentagem do PIB, apenas parcialmente compensada por uma menor taxa de investimento. Para 2017-2019 antecipa-se

Gráfico 3.17 • Imputação das importações às componentes da despesa | Contributos para a variação anual em pontos percentuais



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

Gráfico 3.18 • Exportações, importações e grau de abertura | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Notas: (p) – projetado. O grau de abertura foi calculado como o rácio da média das exportações e importações no PIB, em termos nominais.

uma trajetória de aumento das taxas quer de poupança quer de investimento face aos níveis projetados para 2016, embora ainda aquém das observadas em 2015. A capacidade de financiamento do setor privado em percentagem do PIB deverá manter-se relativamente estável no período 2017-2019, embora em níveis inferiores aos de 2016, quer no caso dos particulares quer das empresas.

Revisão em baixa do crescimento do PIB face às projeções de junho e ligeira revisão em alta face às de outubro

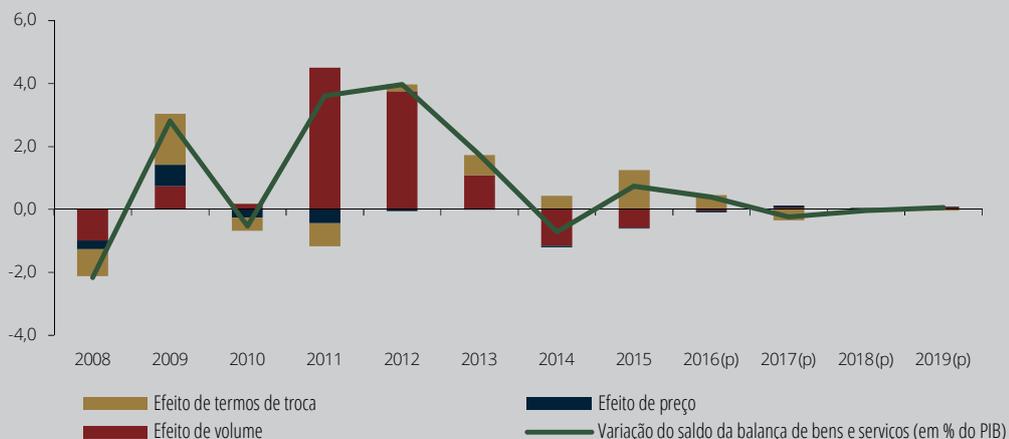
As atuais projeções apontam para um crescimento do PIB em 2016 ligeiramente superior ao subjacente ao *Boletim Económico* de outubro. Esta revisão em alta resultou da incorporação de informação relativa ao terceiro trimestre, em particular das exportações líquidas de conteúdos importados, que traduziu um crescimento no trimestre superior ao então antecipado. Face ao *Boletim Económico* de junho de 2016, as projeções para o crescimento do PIB em 2016 e 2017 foram revistas em baixa (0,1 p.p. em 2016 e 0,2 p.p. em 2017), devido a perspetivas de uma evolução mais moderada da procura interna. Para 2016, esta revisão da procura interna resultou essencialmente da FBCF, refletindo a incorporação dos valores das contas nacionais trimestrais

para o segundo trimestre de 2016 e das contas anuais para 2015. Para 2017, a revisão da procura interna reflete em larga medida a expectativa de uma evolução mais moderada do consumo privado. Em contraste, as exportações foram revistas em alta para 2016 e 2017, não obstante a revisão em baixa da procura externa dirigida à economia portuguesa, refletindo a incorporação da informação mais recente. Para 2018, a projeção para o crescimento do PIB, bem como a sua composição, mantêm-se relativamente inalteradas face ao do *Boletim Económico* de junho. As projeções para o saldo da balança corrente e de capital em percentagem do PIB foram revistas em baixa face ao *Boletim Económico* de junho e, no caso de 2016, também face ao *Boletim Económico* de outubro. Estas revisões refletem a incorporação da informação mais recente relativa à balança de pagamentos.

4. Preços e salários

A inflação, medida pela taxa de variação do IHPC, deverá situar-se em 0,8 por cento em 2016, que compara com 0,5 por cento em 2015. Ao longo do horizonte de projeção, a inflação deverá aumentar progressivamente (1,4 por cento em 2017 e 1,5 por cento em 2018 e 2019), em resultado de contributos positivos crescentes da componente não energética, a par de um contributo da componente energética menos negativo em 2016 e

Gráfico 3.19 •
Decomposição da
variação do saldo
da balança de
bens e serviços
| Em pontos
percentuais do PIB



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. Para uma descrição da metodologia utilizada, ver Caixa 4.2 "Variação do saldo da balança de bens no primeiro semestre de 2012", *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Outono de 2012.

positivo nos anos seguintes (Gráfico 4.1). Face ao publicado nos *Boletins Económicos* de junho e de outubro, os níveis da inflação para o período 2016-2019 permanecem essencialmente inalterados.

Comparando com as projeções para a área do euro, divulgadas pelo BCE no dia 8 de dezembro, a inflação deverá manter-se 0,6 p.p. acima da média da área do euro em 2016, refletindo principalmente a menor queda do preço dos bens energéticos em Portugal, num contexto de aumento da tributação associada a estes bens. Para os anos seguintes, projeta-se que o diferencial face à área do euro diminua, tornando-se ligeiramente negativo no final do horizonte de projeção (Gráfico 4.2).

A taxa de inflação deverá registar um aumento moderado em 2016, para 0,8 por cento. Este aumento refletirá uma menor queda dos preços dos bens industriais energéticos e não energéticos e uma ligeira aceleração dos preços dos serviços. Em particular, esta evolução nos serviços é bastante evidente em segmentos relacionados com setores mais dinâmicos como o do turismo. Por outro lado, os preços dos bens alimentares deverão desacelerar, destacando-se o abrandamento projetado para os preços dos bens transformados.

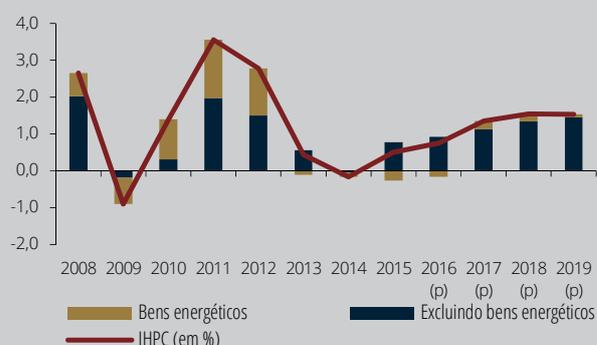
No que diz respeito ao impacto sobre os preços no consumidor das medidas de tributação aplicadas em 2016, o efeito estimado é relativamente

pequeno, uma vez que o efeito positivo resultante do aumento dos impostos sobre vários produtos (nomeadamente, sobre os produtos petrolíferos, veículos e tabaco) foi parcialmente compensado pela diminuição do IVA na restauração, que entrou em vigor em julho deste ano.

Em 2017, os preços no consumidor deverão acelerar significativamente, para 1,4 por cento. Esta evolução decorrerá, em larga medida, da recuperação esperada dos preços dos bens energéticos (crescimento em torno de 3 por cento, após -2,1 por cento em 2016), em linha com a evolução assumida para o preço do petróleo. Nos anos seguintes, deverá assistir-se a uma diluição deste efeito de base positivo, projetando-se crescimentos progressivamente menores para os preços dos bens energéticos. Neste sentido, o ligeiro aumento da inflação em 2018 é essencialmente explicado pela aceleração da componente não energética. Para 2019, projeta-se que a inflação estabilize em 1,5 por cento.

A trajetória ascendente esperada para a inflação excluindo energéticos no período 2017-2019 tem subjacente um aumento das pressões inflacionistas internas e externas, motivado pelo contexto de crescimento da economia nacional e global, pelo impacto positivo das medidas de política monetária adotadas pelo BCE, bem como pela incorporação das hipóteses técnicas de aumento de preços das

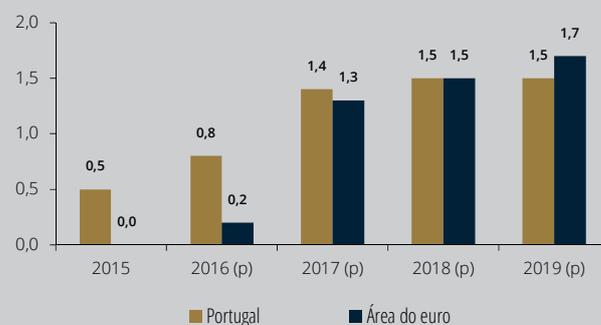
Gráfico 4.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual, em pontos percentuais



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 4.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor em Portugal e na área do euro | Taxa de variação anual



Fontes: BCE, Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

matérias-primas em euros. Ainda que generalizado, o perfil crescente é particularmente evidente nos preços dos bens industriais não energéticos, que registavam taxas de variação negativas desde 2012. Neste cenário, projeta-se um crescimento para o preço dos bens importados excluindo energéticos em torno de 2 por cento em 2017-2019, que compara com uma redução em 2016.

Crescimento moderado dos salários e ligeira aceleração do deflator do PIB do setor privado

A evolução projetada para a inflação tem subjacente um perfil de aceleração gradual dos salários por trabalhador, num cenário de aumento da produtividade e melhoria gradual da situação no mercado de trabalho. Os custos unitários do trabalho deverão manter um crescimento relativamente estável no período 2017-2019, quer no total da economia quer no setor privado. Neste contexto, projeta-se uma trajetória de crescimento ligeiramente crescente para o deflator do PIB do setor privado⁶, traduzindo a ausência de pressões inflacionistas adicionais (contributos dos custos unitários do trabalho e do excedente bruto de exploração por unidade produzida em média relativamente semelhantes) (Gráfico 4.3). Relembre-se que a evolução

do deflator do PIB do setor privado em 2015 e 2016 refletiu, por um lado, o aumento marcado do excedente bruto de exploração unitário em 2015 – influenciado pela melhoria dos termos de troca – e, por outro, o impacto do aumento de 5 por cento do salário mínimo em 2016.

Aumento das expetativas de inflação

As expetativas de inflação para os próximos 12 meses (calculadas com base na informação disponibilizada pela *Consensus Economics*) apresentam uma trajetória crescente quer para Portugal, quer para a área do euro. No entanto, os níveis esperados encontram-se bastante abaixo do objetivo de estabilidade de preços do BCE, que preconiza uma taxa de variação do IHPC próxima, mas abaixo, de 2 por cento no médio prazo (Gráfico 4.4).

5. Incerteza e riscos

Riscos descendentes para a atividade económica em 2017-2018 e para a inflação em 2018

Esta secção apresenta uma análise quantificada dos riscos e incertezas em torno da atual

Gráfico 4.3 • Decomposição do deflator do PIB do setor privado | Contributo para a taxa de variação anual em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 4.4 • Expetativas de inflação a um horizonte de 12 meses | Taxa de variação média anual, em percentagem



Fontes: *Consensus Economics* e cálculos do Banco de Portugal.

projeção, que corresponde ao cenário mais provável, dado o conjunto de hipóteses assumidas. No entanto, a não materialização destas hipóteses, bem como a possibilidade de ocorrência de fatores que pelas suas características não foram considerados na atual projeção dão origem a riscos e podem alterar os níveis de incerteza relevantes em torno do cenário central.

É de referir que embora as fases de recuperação do ciclo económico estejam sempre associadas a um maior grau de incerteza, a natureza sem precedentes de grandes choques adversos que afetaram a economia portuguesa nos últimos anos faz com que as perspetivas se tornem mais incertas no horizonte de projeção. Assim, ao condicionar as expectativas dos agentes económicos relativamente às perspetivas económicas futuras, a incerteza pode constituir um importante fator limitativo do crescimento económico (Caixa: "Impacto de medidas de incerteza na economia portuguesa").

Neste contexto, o quadro de incerteza em torno das orientações de política económica nos Estados Unidos, bem como a evolução das relações do Reino Unido com a União Europeia e uma eventual recuperação mais fraca das economias de mercado emergentes origina riscos de uma possível evolução menos dinâmica da atividade e dos fluxos comerciais a nível global ao longo do horizonte de projeção. Estes fatores de risco poderão traduzir-se num menor crescimento da procura externa dirigida a Portugal e numa apreciação adicional do euro em 2017-2018, originando também níveis mais elevados de incerteza.

Ao nível dos mercados financeiros, não é de excluir a possibilidade de recrudescimento de tensões, sendo ainda de referir a existência de alguma incerteza quanto à configuração da política monetária não convencional do BCE no horizonte de projeção. Além disso, a situação vulnerável do sistema bancário ou a posição orçamental em alguns países da área do euro pode levar a um aumento das taxas de juro da dívida soberana. Estes aspetos assumem particular relevância a nível interno, num contexto em que persistem riscos sobre a estabilidade financeira

em Portugal⁷. Estes fatores podem originar um aumento nos custos de financiamento da economia, com impacto no consumo privado e investimento. Adicionalmente, há a considerar a possível necessidade de medidas de consolidação orçamental adicionais tendo em vista o cumprimento dos objetivos orçamentais assumidos no médio prazo, com impacto negativo na evolução da procura interna.

No caso da inflação, consideram-se riscos em baixa para 2017-2019, já que a pressão descendente sobre os preços decorrente de uma evolução mais fraca da atividade é reforçada pelo risco de que as expectativas de inflação na área do euro se mantenham abaixo do objetivo de política monetária do BCE, o que poderá originar um impacto negativo nos preços. Adicionalmente, é considerado também um risco descendente para os preços em 2017-2018 decorrente da manutenção de excesso de capacidade produtiva a nível mundial, que poderá criar pressões competitivas com impacto na inflação. Finalmente, foi também tida em conta a possibilidade de um aumento adicional do salário mínimo em 2017.

Em resultado desta avaliação de riscos e incerteza, considerou-se uma probabilidade de 55 por cento de uma evolução da procura externa mais desfavorável e de uma apreciação do euro mais acentuada do que a considerada no cenário central em 2017-2018 (Quadro 5.1). A evolução das componentes da procura interna foi também avaliada como potencialmente mais fraca do que na projeção, com uma probabilidade de 53 por cento no caso do consumo privado e público e 55 por cento no caso do investimento. Adicionalmente, foi considerada a possibilidade de um crescimento mais acentuado dos salários em 2017 (com probabilidade de 60 por cento) e de uma evolução mais moderada da inflação em 2017-2018 (com uma probabilidade de 55 por cento).

Esta análise implica riscos descendentes para a atividade em 2017-2018. Para a inflação, os riscos consideram-se equilibrados em 2016-2017 e descendentes em 2018 (Quadro 5.2 e Gráficos 5.1 e 5.2)⁸.

Quadro 5.1 • Fatores de risco – probabilidade de uma realização inferior ao considerado na projeção | Em percentagem

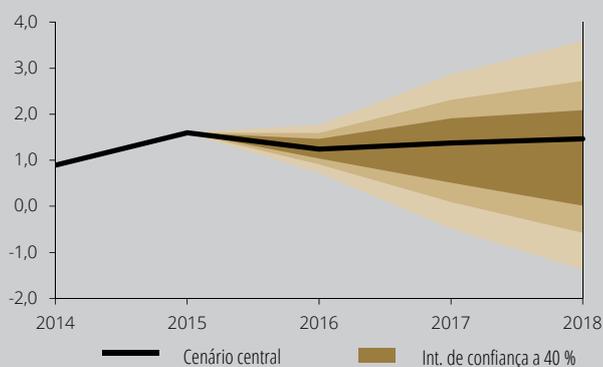
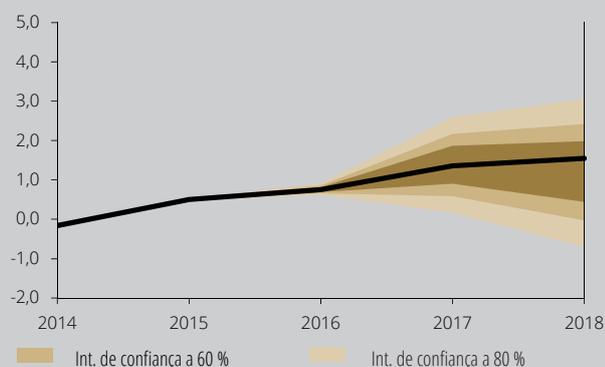
	2016	2017	2018
Variáveis de enquadramento			
Procura externa	50	55	55
Taxa de câmbio	50	45	45
Consumo público	50	53	53
Variáveis endógenas			
Consumo privado	50	53	53
FBCF	50	55	55
Salários	50	40	50
IHPC	50	55	55

Fonte: Banco de Portugal.

Quadro 5.2 • Cenário macroeconómico – probabilidade de uma realização inferior à da projeção atual | Em percentagem

	Pesos	2016	2017	2018
Produto interno bruto	100	50	55	58
Consumo privado	66	49	53	55
FBCF	15	50	56	58
Exportações	41	49	54	56
Importações	40	50	55	58
IHPC		49	49	57

Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 5.1 • Produto interno bruto
| Taxa de variação, em percentagem**Gráfico 5.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor**
| Taxa de variação, em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

6. Conclusões

A economia portuguesa tem mantido uma dinâmica de recuperação moderada desde 2013, em particular tendo como ponto de comparação o verificado em anteriores períodos de recuperação económica. As projeções neste Boletim apontam para que o crescimento da atividade em Portugal registre um nível próximo do projetado para a área do euro no período 2017-2019. Num enquadramento externo progressivamente mais favorável, a recuperação económica deverá permanecer sustentada no dinamismo das exportações. Ao nível da procura interna, projeta-se uma recomposição caracterizada por uma moderação do consumo privado – com um crescimento ligeiramente inferior ao do PIB – e um comportamento dinâmico da FBCF. Estes traços são consistentes com a continuação da reorientação de recursos produtivos para setores mais expostos à concorrência internacional e mais produtivos, com a criação líquida adicional de emprego e a continuação da redução do desemprego, com a manutenção de um excedente nas contas externas e com o prosseguimento do processo de redução do endividamento do setor privado não financeiro. Assim, o padrão de crescimento económico projetado apresenta um conjunto de características que traduzem uma recuperação mais sustentada da economia portuguesa.

Persistem, no entanto, vários constrangimentos estruturais ao crescimento da economia portuguesa, incluindo o elevado nível de endividamento dos vários setores da economia – famílias, empresas não financeiras e setor público –, uma evolução demográfica desfavorável, um elevado

nível de desemprego de longa duração e um ritmo de recuperação do investimento aquém do observado em recuperações anteriores. O impacto destes fatores tende a ser exacerbado no atual quadro de incerteza, a nível interno e externo.

Neste contexto, é importante continuar a aprofundar o processo de reformas estruturais, aumentando os incentivos à inovação, à mobilidade de fatores e ao investimento em capital físico e humano, criando desta forma condições para um aumento sustentado da produtividade e do potencial de crescimento da economia. Adicionalmente, num quadro de prevalência de níveis relativamente elevados de incerteza, a manutenção de um enquadramento institucional e fiscal previsível contribuirá para preservar a confiança dos investidores e assegurar um ambiente favorável ao investimento. As ações em curso de redução de vulnerabilidades específicas do setor bancário e financeiro tenderão igualmente a contribuir para este resultado. O esforço de redução do nível de dívida dos agentes económicos privados deverá prosseguir de forma a reforçar a resistência a choques que afetem a sua capacidade de servir a dívida. Finalmente, a prossecução de um esforço adicional de consolidação orçamental é crucial para que o nível de endividamento público apresente uma trajetória descendente sustentada e robusta a choques adversos. A natureza temporária do atual conjunto alargado de medidas não convencionais de política monetária na área do euro reforça a importância e urgência de progressos estruturais nestas várias dimensões.

Caixa 2 | Impacto de medidas de incerteza na economia portuguesa

O objetivo desta caixa é avaliar o impacto da incerteza sobre a evolução da atividade económica (PIB) e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em Portugal nos anos mais recentes. A incerteza tem sido um aspeto frequentemente referido para explicar a evolução relativamente fraca das economias avançadas no período subsequente à crise financeira de 2008. Apesar dos canais possíveis que apontam para uma relação negativa entre a incerteza e a atividade, uma associação desde tipo para a economia portuguesa não foi ainda explorada com grande detalhe em termos empíricos⁹.

Nas suas decisões relativas a despesas de consumo, investimento e outras, os agentes económicos têm de formar julgamentos sobre os acontecimentos futuros relevantes usando a informação

disponível. Estes julgamentos envolvem incerteza sobre as probabilidades de eventos alternativos. A incerteza económica reflete, assim, a imprevisibilidade das perspetivas futuras para a economia, no sentido de a probabilidade de eventos alternativos ser desconhecida ou impossível de medir com precisão. A teoria económica sugere que existem diversos canais de transmissão da incerteza à atividade económica, nomeadamente através do adiamento das decisões de consumo e investimento dos agentes, em interação também com os seus efeitos potenciais nos mercados laboral e financeiro¹⁰.

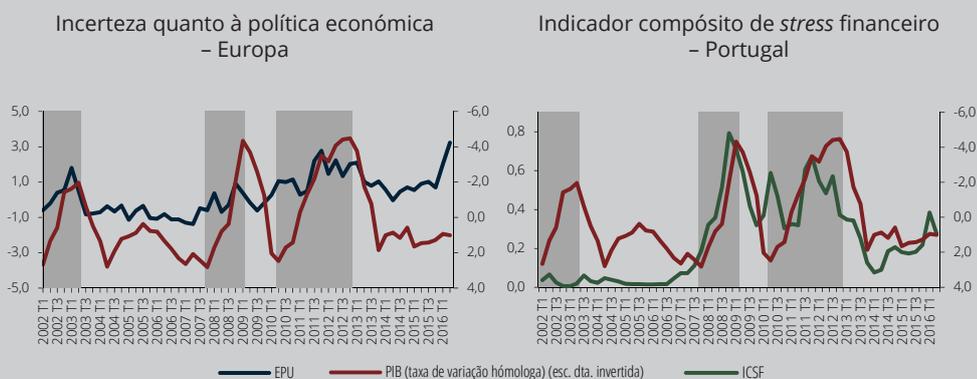
A presente caixa tem como objetivo analisar a evolução de algumas das medidas de incerteza disponíveis para Portugal e avaliar o impacto destas variáveis nos desenvolvimentos macroeconómicos dos anos recentes, em particular no PIB e na FBCF. Com efeito, várias das aplicações empíricas para avaliar os efeitos da incerteza nas decisões dos agentes económicos concentram-se precisamente em medidas da atividade económica e no investimento.

Os indicadores de incerteza considerados nesta caixa são: o Indicador Compósito de Stress Financeiro para Portugal (ICSF) do Banco de Portugal, apresentado em Braga *et al.* (2014) e o indicador de incerteza relativamente à política económica (EPU) para a Europa descrito em Baker *et al.* (2015). Estes indicadores são diversos na sua natureza, já que se concentram, respetivamente, nos aspetos financeiro e político¹¹.

O indicador de *stress* financeiro para Portugal tem como objetivo captar o *stress* sistémico na economia, conjugando informação de vários indicadores que permite captar a volatilidade de cinco segmentos de mercado, nomeadamente os mercados monetário, obrigacionista, acionista e cambial, e intermediários financeiros. Por sua vez, o indicador de incerteza relativamente à política económica baseia-se numa contagem do número de artigos na imprensa que mencionam os termos “incerteza”, “economia” e um termo relevante para a política económica das quatro maiores economias da área do euro e do Reino Unido. Não foi construído um indicador deste tipo especificamente para a economia portuguesa, mas dadas as suas características de pequena economia aberta, o seu grau de integração – na área do euro e UE –, bem como a sua exposição aos desenvolvimentos económicos e políticos a nível europeu, a medida construída para a Europa revela uma elevada correlação negativa com o ciclo económico português (Gráfico 1).

O Gráfico 1 mostra a evolução das medidas de incerteza¹² desde 2002, período em que apresentaram uma correlação negativa com a taxa de variação homóloga do PIB. O gráfico assinala, a sombreado, as três últimas recessões que tiveram lugar em Portugal, sendo que as últimas duas ocorreram simultaneamente na área do euro. Todos os indicadores mostram um aumento na incerteza

Gráfico 1 • Evolução dos indicadores de incerteza



Fontes: Banco de Portugal, *website Economic Policy Uncertainty* (<http://www.policyuncertainty.com>).

Nota: as zonas a sombreado denotam períodos de recessão em Portugal¹³.

em 2008 (falência do *Lehman Brothers*) e em 2011 (crise da dívida soberana na área do euro), embora no caso do indicador de incerteza face à política económica este aumento tenha sido muito moderado durante a crise financeira internacional de 2008. Estas diferenças de comportamento durante episódios recessivos, bem como no período mais recente, estão provavelmente relacionadas com a natureza dos indicadores. A recessão iniciada em 2008 foi na sua génese uma crise financeira, e como tal o impacto desta na incerteza pode ser melhor avaliado através do indicador de *stress* financeiro. Adicionalmente, a crise da dívida soberana originou questões sobre o enquadramento institucional da área do euro sendo por isso mais notória no indicador de incerteza face à política económica. Este último registou também um maior aumento no período mais recente, o que esteve relacionado com o resultado do referendo britânico à permanência na União Europeia (*Brexit*).

A importância da incerteza para os desenvolvimentos macroeconómicos foi estimada com base em modelos VAR Bayesianos (BVAR) estruturais¹⁴ para o PIB e para a FBCF em níveis¹⁵. Esta análise seguiu aproximadamente a descrita em Comissão Europeia (2015) e Deutsche Bundesbank (2016).

Os modelos foram estimados inicialmente numa versão reduzida que inclui alguns determinantes habitualmente considerados na literatura¹⁶. Esta versão foi reestimada adicionando as duas medidas de incerteza alternadamente. Finalmente, foi estimada uma terceira versão que abrangue as anteriores adicionando ainda uma medida de endividamento do setor privado¹⁷. Assim, na sua versão mais alargada, o modelo para o PIB inclui como regressores uma medida de incerteza, a inflação, o emprego, o *stock* de empréstimos a famílias e sociedades não financeiras (como indicador para os níveis de endividamento) e a taxa de juro de curto prazo. No caso da FBCF, o conjunto de regressores do modelo é idêntico, tendo-se no entanto excluído o emprego e a *proxy* para o endividamento dos particulares.

A capacidade de previsão condicional destes modelos fora do horizonte amostral (*out-of-sample*) foi analisada no período após a crise da dívida soberana. Desta forma, é possível avaliar se as medidas de incerteza teriam ajudado a explicar os desenvolvimentos macroeconómicos recentes, assumindo que se conheciam todas as variáveis do modelo. Os resultados mostram que, de uma forma geral, quer isoladamente, quer em conjunto com medidas de endividamento, as medidas de incerteza melhoram as previsões dos modelos para o PIB e FBCF. Estes resultados são confirmados por uma análise dinâmica utilizando um BVAR em primeiras diferenças ajustado para a média (*mean-adjusted*)¹⁸.

Os Gráficos 2 e 3 mostram o impacto da incerteza no PIB (avaliado com base no ICSF) e na FBCF (com base no EPU)¹⁹. O modelo apresentado para cada agregado macroeconómico utiliza o indicador que originou os menores erros de previsão condicionais para o período posterior à crise da dívida soberana. O gráfico mostra que a incerteza pode ter um impacto não negligenciável no PIB e FBCF, sendo que um choque de um desvio padrão²⁰ no indicador de incerteza pode atingir um impacto máximo próximo de -1 ponto percentual no nível do agregado macroeconómico em causa.

Estes modelos estimados podem ser utilizados para decompor a taxa de variação do PIB e da FBCF ao longo do tempo. O Gráfico 4 mostra o resultado desta abordagem para o PIB, até ao terceiro trimestre de 2016. Os resultados mostram que embora as variações do PIB tenham sido determinadas por outros choques além dos originados pela incerteza, esta teve um impacto negativo considerável nos períodos recessivos associados à crise financeira e à crise da dívida soberana. Refira-se, por outro lado, o efeito positivo dos fatores de incerteza em 2014, possivelmente associado ao fim do Programa de Assistência Económica e Financeira. Mais recentemente, este efeito positivo tem vindo a dissipar-se, tornando-se negativo a partir do primeiro trimestre de 2016, quando ocorreu um aumento generalizado de perceção da incerteza a nível europeu, muito associado a uma avaliação relativamente negativa do setor bancário europeu e, posteriormente, às consequências do resultado do referendo no Reino Unido. No caso da FBCF, obteve-se um resultado semelhante (Gráfico 5), estimando o modelo até ao segundo trimestre de 2016. Neste caso, é de referir que, no primeiro semestre de 2016, a queda da FBCF em Portugal resultou em grande medida do aumento da incerteza.

Gráfico 2 • Impacto no PIB de um choque de um desvio padrão na incerteza medida pelo ICSF | Em pontos percentuais

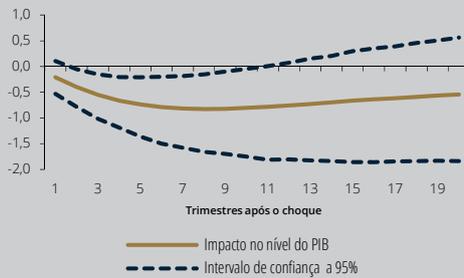


Gráfico 3 • Impacto na FBCF de um choque de um desvio padrão na incerteza medida pelo EPU | Em pontos percentuais

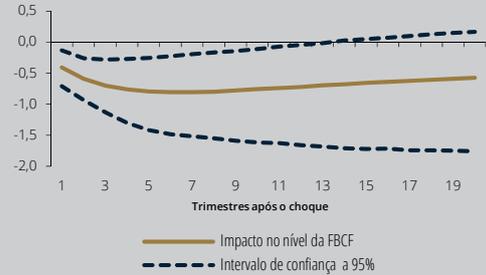
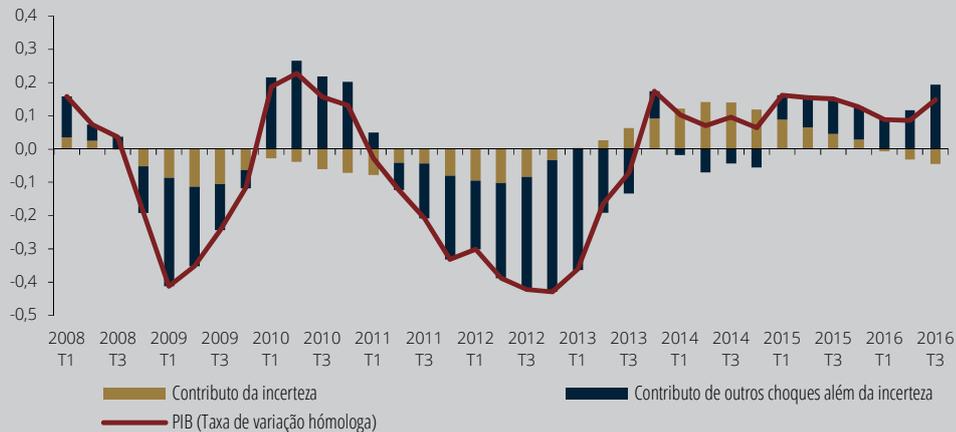
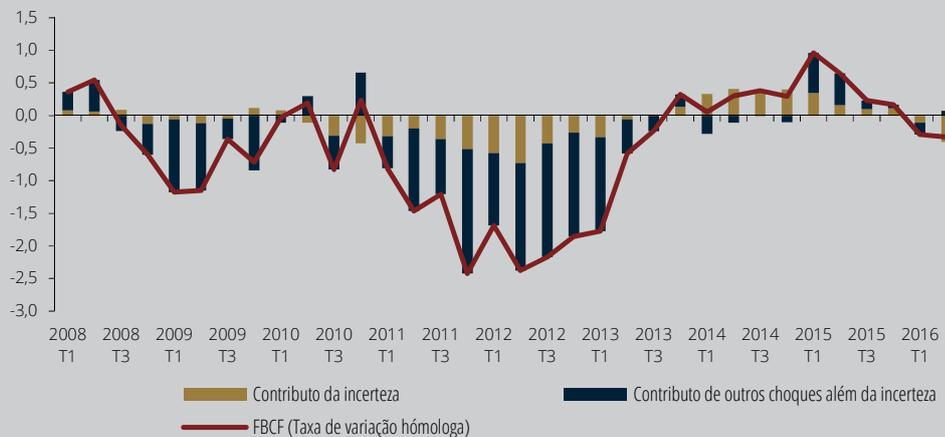


Gráfico 4 • Decomposição histórica da taxa de variação hómologa do PIB, com base no Indicador Compósito de Stress Financeiro | Contributos em pontos percentuais



Fontes: INE, cálculos dos autores.

Gráfico 5 • Decomposição histórica da taxa de variação hómologa da FBCF com base no Indicador de Incerteza quando à Política Económica | Contributos em pontos percentuais



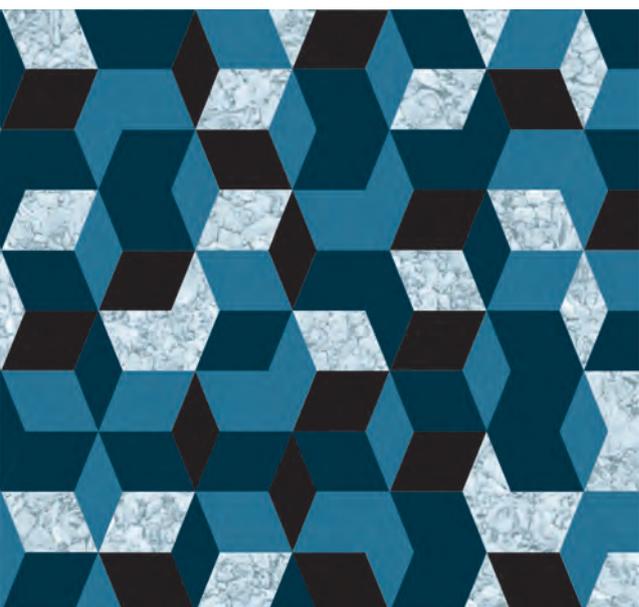
Fontes: INE, cálculos dos autores.

Referências

- Baker, S. R., Bloom, N. e Davis, S. J.**, 2015. "Measuring Economic Policy Uncertainty." *NBER Working Papers 21633*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Braga, J. P., Pereira, I. e Reis, T. B.**, 2014, "Indicador Compósito de Stress Financeiro para Portugal", *Artigos de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal, número 1.
- Comissão Europeia**, 2015, "Investment dynamics in the euro area since the Crisis", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol 14, number 1.
- Deutsche Bundesbank**, 2016, "Determinants of investment activity in the euro area from the perspective of an SVAR model", *Deutsche Bank Monthly Report*, January.
- Dieppe, A., Legrand, R., and van Roye, B.**, 2016, "The BEAR toolbox", *European Central Bank Working Paper Series*, number 1934, July.
- Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. e Shakir, T.**, 2013, "Macroeconomic Uncertainty: What is it, How Can We Measure It and Why Does it Matter?", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 53.
- IMF**, 2012, "How Does Uncertainty Affect Growth", Box 1.3, Chapter 1, *World Economic Outlook*, October.
- Jarociński, M. e Smets, F.**, 2008, "House Prices and the stance of Monetary Policy," *European Central Bank Working Paper Series*, number 0891, April.
- Schneider, J. e Giorno, C.**, 2014, "Economic Uncertainties and their Impact on Activity in Greece compared with Ireland and Portugal", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1151, OECD Publishing, Paris.
- Gunnemann, J.**, 2014, "The impact of policy-related uncertainty on the economy: New evidence from Europe", *mimeo*.

Notas

1. Considerando dados não corrigidos de sazonalidade, o saldo da balança corrente e de capital em percentagem do PIB foi negativo (-1 por cento) no primeiro semestre de 2016, diminuindo face ao período homólogo (-0,1 por cento). Com base nos dados corrigidos de sazonalidade, o saldo desta balança foi positivo, ainda que inferior ao registado no primeiro semestre de 2015.
2. Em particular, as exportações nominais de bens para Espanha apresentaram uma taxa de variação homóloga de 9,3 por cento no terceiro trimestre de 2016, após 3,7 por cento no primeiro semestre.
3. Dias, Daniel, Marques, Carlos Robalo e Richmond, Christine (2014), "Afetação de recursos, produtividade e crescimento em Portugal", *Boletim Económico*, Outubro, Banco de Portugal.
4. Ver Caixa "Produtividade e reafetação do emprego em Portugal", *Boletim Económico*, outubro de 2016.
5. Conceito habitualmente designado pela expressão em inglês *pent-up demand*.
6. O PIB do setor privado refere-se ao PIB total excluindo as remunerações e consumo de capital fixo públicos.
7. Ver *Relatório de Estabilidade Financeira* de novembro de 2016.
8. Note-se que este *Boletim Económico* é o primeiro em que o horizonte de projeção excede 3 anos, pelo que não é possível quantificar a avaliação de riscos para 2019, uma vez que a metodologia utilizada requer informação sobre os erros de projeção históricos para cada horizonte. A metodologia utilizada nesta secção baseia-se no artigo publicado em Pinheiro, M. e Esteves, P. (2010), "On the uncertainty and risks of macroeconomic forecasts: Combining judgements with sample and model information", *Empirical Economics*, pgs 1-27.
9. Schneider, J. e Giorno, C. (2014), fazem uma análise comparativa do impacto da incerteza na Grécia, Portugal e Irlanda, mas foca-se na volatilidade do mercado acionista como único indicador de incerteza, o que é um pouco limitativo. Gunemann, J. (2014) desenvolve índices nacionais de incerteza política, baseados em notícias, para nove países europeus incluindo Portugal e estuda o seu impacto sobre a produção industrial e o desemprego.
10. Veja-se Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. e Shakir, T. (2013) e as referências aí citadas e IMF (2012).
11. Foram igualmente explorados outros indicadores, nomeadamente uma aplicação da abordagem descrita em Comissão Europeia (2015), segundo a qual são construídos indicadores de incerteza baseados na dispersão das respostas aos inquéritos de opinião às famílias e empresas. No entanto, estes indicadores originaram resultados menos satisfatórios do que o EPU e ICSF, e como tal não são incluídos na análise desta caixa.
12. Usaram-se variáveis estandardizadas, isto é, deduzidas da média e divididas pelo desvio padrão no período amostral.
13. Estes foram definidos a partir dos pontos de viragem do ciclo, correspondendo a períodos que decorrem entre um ponto máximo do PIB (*peak*) até a um ponto mínimo (*trough*) que antecede a recuperação seguinte. A identificação dos pontos máximos teve como critério a seleção do trimestre anterior a pelo menos dois trimestres consecutivos em que o PIB observou uma taxa de variação em cadeia do PIB negativa. Os pontos mínimos do ciclo foram identificados como o trimestre anterior a pelo menos dois trimestres consecutivos com taxa de variação em cadeia do PIB positiva na sequência de um ponto máximo.
14. Os modelos foram estimados usando a *toolbox* de *Matlab* apresentada em Dieppe, A. *et al.* (2016).
15. Os modelos foram estimados com um desfasamento, uma vez que esta hipótese maximiza a verosimilhança do modelo quando comparada com a hipótese mais comum na literatura (quatro desfasamentos), um resultado que possivelmente estará relacionado com o número relativamente reduzido de observações.
16. Ver, por exemplo, Haddow *et al.* (2013) ou Comissão Europeia (2015).
17. A decomposição estrutural dos choques baseou-se no método de Cholesky.
18. Para pormenores sobre a metodologia, ver Jarociński, M. e Smets, F., (2008).
19. Estes resultados baseiam-se no modelo estimado com o período amostral completo.
20. É de referir que durante o ano de 2008 (crise financeira internacional) o indicador de *stress* financeiro apresentou um aumento de cerca de 3 desvios padrão, e o indicador de incerteza quanto à política económica de 1,5 desvios padrão.



|| Tema em destaque

Viver abaixo de zero: a transmissão da política monetária com taxas de juro negativas

Viver abaixo de zero: a transmissão da política monetária com taxas de juro negativas

1. Introdução

Em junho de 2014, o Banco Central Europeu (BCE) tomou a decisão de ultrapassar o limiar zero das taxas de juro nominais ao fixar num valor negativo a taxa da facilidade de depósito que remunera as reservas colocadas pelos bancos no banco central. Este tipo de política monetária, igualmente adotada por outros bancos centrais, levanta novas questões para as quais os economistas não possuem ainda respostas definitivas. Se zero não é o limite efetivo, existirá um limite? Qual é esse limite efetivo e quais são os seus determinantes? A transmissão da política monetária com taxas de juro negativas é semelhante à transmissão com taxas positivas? Quais as implicações para a estabilidade do sistema financeiro?

Este tema em destaque discute algumas destas questões, com ênfase na transmissão da política monetária, por via do sistema bancário, num ambiente de taxas de juro nulas ou mesmo negativas. O artigo começa por debater qual será o limite efetivo para as taxas de juro nominais e quais os seus determinantes. Em seguida, discutem-se os principais canais de transmissão da política monetária através dos bancos e em que medida estes se alteram num quadro de taxas de juro nominais negativas. Por fim, apresenta-se uma descrição da experiência recente em diversas economias, com ênfase na área do euro. Uma observação informal da evolução das taxas de juro bancárias na área do euro sugere que a transmissão por via dos bancos continua a efetuar-se de modo semelhante ao verificado num ambiente de taxas positivas, embora a implementação simultânea de outras medidas de política monetária não convencional não permita isolar facilmente os efeitos de cada medida. De facto, as diferentes medidas de política monetária adotadas pelo Eurosistema – como sejam o programa de compra de ativos, a *forward guidance*, as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, além da

descida das taxas de juro de referência – interação entre si e contribuem para o objetivo do Eurosistema de manter a estabilidade de preços. De modo a perceber melhor o contributo da política de taxas de juro negativas, apresenta-se uma análise que, embora de uma forma ainda preliminar, procura isolar os seus efeitos e sugere que poderá haver alguma descontinuidade quando se cruza o nível zero das taxas de juro, ou seja, parece ocorrer uma mudança de regime. A análise efetuada não permite, contudo, concluir sobre qual o limite inferior efetivo da taxa de juro de política monetária.

2. O zero é o limite efetivo?

Até recentemente era consensual que um nível próximo de zero constituía um limite inferior às taxas de juro nominais. Uma vez que o papel-moeda oferece uma rendibilidade nominal nula, seria sempre preferido a outros ativos menos líquidos que oferecessem taxas de rendibilidade nominal negativas. Deste modo, não parecia sustentável um ativo oferecer uma taxa de juro nominal negativa, uma vez que os agentes económicos, incluindo os bancos, substituiriam esse ativo por papel-moeda, que passaria a ser utilizado como instrumento privilegiado de poupança, para além da sua função habitual como meio de transação.

Na prática, contudo, deter numerário (notas e moeda metálica) pode impor alguns custos que justifiquem que o limite efetivo das taxas de juro nominais possa ser inferior a zero, ou seja, que a rendibilidade da moeda ajustada destes custos possa ser ligeiramente negativa. Por exemplo, para deter montantes elevados em notas é necessário dispor de armazenamento seguro e, possivelmente, contratar seguros e serviços de segurança. Adicionalmente, efetuar transações de elevados montantes (como a compra de uma habitação) usando apenas numerário é impraticável. Existem, assim, custos de deter e manter em segurança numerário que fazem

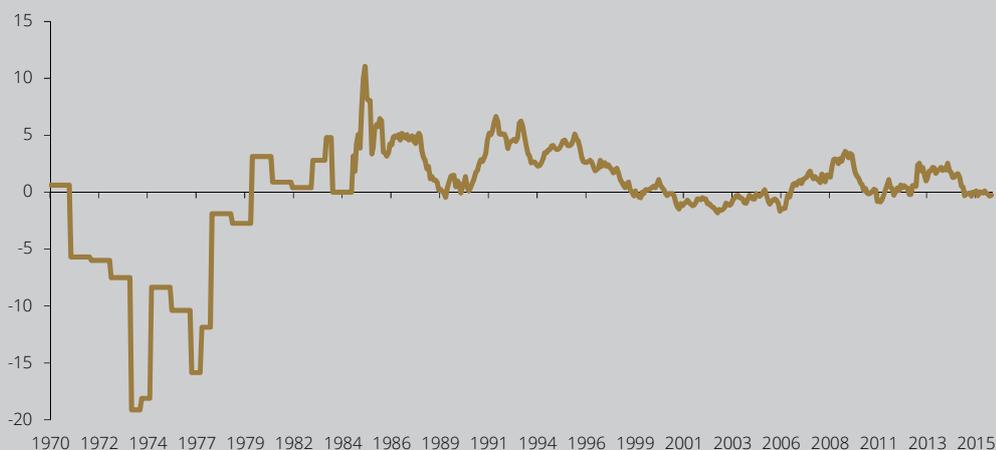
com que o limite efetivo das taxas de juro nominais seja ligeiramente negativo. Estes custos aplicam-se tanto a indivíduos como a bancos e empresas, embora o limite efetivo possa diferir consoante o tipo de agente económico. É igualmente provável que o limite efetivo difira entre economias, uma vez que depende de diversos fatores como seja a estrutura do sistema bancário¹. A secção seguinte analisa de que forma estes fatores podem influenciar o limite inferior efetivo às taxas de juro nominais.

Além dos diferentes custos e incentivos que os bancos, por um lado, e as empresas e as famílias, por outro, enfrentam por deter quantidades significativas de numerário, podem ainda existir questões de natureza institucional que impeçam que algumas taxas de juro nominais desçam abaixo de um determinado nível. Por exemplo, em alguns países, não é legal a aplicação de taxas de juro nominais negativas em alguns depósitos bancários. Adicionalmente, a implementação prática de valores negativos para as taxas de juro pode exigir uma adaptação dos sistemas existentes, nomeadamente informáticos.

A questão sobre o limite efetivo às taxas de juro nominais ganhou relevância nos anos mais

recentes, num contexto em que os bancos centrais adotaram medidas adicionais de estímulo monetário quando as taxas de juro nominais já se encontravam perto de zero. Note-se que a peculiaridade desta situação se prende com a possibilidade de as taxas nominais serem negativas, uma vez que as taxas de juro reais (ou seja, as taxas de juro nominais descontadas da taxa de inflação esperada) – que são as relevantes para as decisões dos agentes económicos – atingiram, várias vezes no passado, níveis negativos. Conceptualmente, não existe qualquer descontinuidade na política de taxas de juro quando as taxas nominais atingem valores negativos. Uma política monetária expansionista consiste exatamente em baixar as taxas de juro nominais com o objetivo final de reduzir as taxas de juro reais, independentemente de estas últimas já se encontrarem em terreno negativo. Não existe, com efeito, qualquer limite inferior às taxas de juro reais que, em algumas situações, podem ser significativamente negativas dado não existir um limite superior à taxa de inflação. A título ilustrativo, uma série longa para a taxa de juro dos depósitos ajustada de inflação em Portugal mostra que, no passado, esta taxa atingiu níveis bastante mais negativos

Gráfico 1 •
Taxa de juro
(ajustada de
inflação) dos
depósitos das
famílias em
Portugal
| Percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE.

Nota: Até 1985, as taxas de juros dos depósitos eram reguladas por decreto. Neste período, assume-se que a taxa nominal corresponde ao limite superior regulado, geralmente constante ao longo do ano. Para ter em conta esta falta de variabilidade, neste período as taxas nominais são descontadas da taxa de inflação anual. Desde 1985, utiliza-se a taxa de inflação homóloga mensal. As taxas de juro dos depósitos incluem depósitos até 2 anos. A inflação é medida pela variação do IPC.

do que os registados atualmente (Gráfico 1). Em particular, nos anos 70 e 80, quando as taxas de juro eram reguladas por decreto e a taxa de inflação era muito elevada, a taxa de juro ajustada de inflação atingiu níveis negativos com dois dígitos. No início dos anos 2000, a rendibilidade real dos depósitos em Portugal foi igualmente negativa durante algum tempo. Assim, pode-se afirmar que, mesmo sendo atingido o limite para as taxas de juro nominais, seria possível influenciar a taxa de juro real se o banco central dispusesse de instrumentos que permitissem aumentar as expectativas de inflação. Nesse caso, a discussão em torno desta restrição à política monetária seria menos relevante.

Ultrapassado então o limiar zero das taxas de juro de política monetária, resta ainda o limite efetivo discutido anteriormente. Neste contexto, têm surgido algumas propostas para ultrapassar esta restrição à política monetária. Dado que o limite efetivo existe porque os agentes económicos podem, em última instância, optar por deter apenas moeda física, estas propostas passam por desincentivar o uso da moeda física ou mesmo eliminá-la por completo. Nas economias modernas uma grande parte das transações utiliza moeda eletrónica. Ao eliminar a moeda física, mantendo apenas a moeda eletrónica, elimina-se a possibilidade de deter um ativo que oferece rendibilidade nominal nula (ou ligeiramente negativa)². Outras propostas permitem manter a moeda física mas estabelecem uma taxa de câmbio entre esta e a moeda eletrónica. O banco central providenciaria liquidez em moeda eletrónica e poderia aplicar-lhe taxas de juro negativas sem restrições, enquanto a moeda física se manteria com uma rendibilidade nula. A taxa de câmbio entre ambas (sendo a moeda física mais “cara” do que a moeda eletrónica) eliminaria os incentivos para os agentes deterem apenas moeda física³.

A secção seguinte não contempla estas hipóteses de eliminar ou restringir a circulação de moeda física, apresentando uma reflexão sobre a forma como se transmitem as decisões de taxas de juro de política monetária negativas a outras taxas de juro na economia, tentando

identificar diferenças face ao comportamento habitual, i.e., àquele verificado quando as taxas de política são positivas.

3. A transmissão é diferente em terreno negativo?

O que significa um banco central aplicar taxas de juro nominais negativas? Como se transmitem estas taxas ao sistema bancário e, consequentemente, ao resto da economia? A transmissão dependerá de vários fatores, designadamente e em primeiro lugar, do quadro de implementação da política monetária. Antes da crise financeira, a implementação da política monetária nas principais economias avançadas convergia para um sistema em que os bancos centrais anunciavam uma taxa de juro de referência e providenciavam liquidez aos bancos de modo a manter as taxas a que os bancos emprestam entre si em torno dessa taxa de referência. A disponibilização pelo banco central de depósitos (reservas) e de empréstimos a taxas penalizadoras determinavam limites efetivos às taxas de juro de mercado. Com a crise financeira, houve um aumento muito significativo da procura de liquidez por considerações de risco e de precaução. Ao mesmo tempo, os bancos centrais seguiram políticas de compras de ativos (por exemplo, de dívida soberana), financiadas pela emissão de reservas detidas pelos bancos. Mudou-se assim para um sistema caracterizado por uma liquidez ampla, em que o banco central assume um papel de maior intermediação na distribuição da liquidez e a taxa de remuneração das reservas constitui o principal referencial para as taxas de juro de mercado. Neste sistema, uma fração significativa dos bancos detém um montante elevado de reservas junto do banco central, o que pode facilitar a implementação de taxas de juro negativas.

De modo a se perceber melhor o modo como se efetua a transmissão neste novo quadro de implementação da política monetária, recorre-se a um exemplo simples. Neste exemplo, o banco central fixa a taxa de juro de política R^R que aplica às reservas dos bancos depositadas no seu balanço. O banco central detém o monopólio de emissão de notas e moedas, que têm rendibilidade nula.

Admite-se que estas são detidas apenas pelas empresas e famílias, que as utilizam nas suas transações. Os bancos recebem depósitos, pelos quais pagam a taxa R^D , e concedem empréstimos à taxa R^L . Dado que o banco central não estabelece restrições à colocação de liquidez em reservas, estas funcionam como um último recurso para os bancos. Assim, a taxa de política R^P funciona como um limiar inferior para as restantes taxas de juro bancárias. Se o banco central reduzir a R^P é de esperar que R^L e R^D se reduzam na mesma medida. Em geral, taxas de juro de empréstimos mais baixas tendem a impulsionar a concessão de crédito a um maior número de projetos produtivos, contribuindo para estimular a economia. Por outro lado, o crédito mais abundante pode também originar o financiamento de projetos mais arriscados e, dado o aumento do grau de endividamento dos agentes económicos, um aumento do risco de instabilidade financeira no futuro.

Neste exemplo, considera-se a possibilidade de os depositantes substituírem depósitos por notas e moedas sem qualquer custo, razão pela qual os bancos enfrentam a restrição de que a taxa dos depósitos não pode ser negativa. Se R^P descer abaixo de zero, dada a restrição sobre R^D , a dinâmica do balanço do banco altera-se. Uma vez que não existem restrições a R^L , esta pode descer abaixo de zero, deteriorando a margem de juro bancária e a rentabilidade do banco. O banco pode ajustar o seu balanço de modo a manter a margem constante concedendo mais empréstimos e empréstimos a projetos com maior risco e rentabilidade esperada. Contudo, pode igualmente ocorrer um efeito adverso de aumento da taxa de juro dos empréstimos, de modo a compensar a perda de margem bancária e o custo de deter reservas. De facto, pode-se considerar a taxa negativa sobre as reservas como um imposto sobre uma parte do ativo dos bancos. Os bancos podem, eventualmente, tentar passar o custo deste imposto para os seus dois tipos de clientes (depositantes e devedores) através de uma redução da taxa de depósito (que, lembre-se, não pode ser negativa) e de uma subida da taxa dos empréstimos.

No exemplo apresentado, assume-se que os bancos são todos semelhantes e não se consideram questões de risco. Na realidade existe heterogeneidade, o que pode levar a que o impacto seja diferenciado entre bancos. Adicionalmente, a estrutura dos bancos é bastante mais complexa do que a apresentada.

Uma fonte de heterogeneidade entre bancos relaciona-se com o seu grau de dependência em relação ao banco central. Para bancos com elevadas reservas – como é habitualmente o caso em países da área do euro com melhor notação de crédito – o custo imposto pela taxa negativa nas reservas é relativamente maior. Em contrapartida, bancos com poucas reservas e com maior dependência do banco central para obter financiamento suportam um custo menor ou podem mesmo beneficiar mais do financiamento barato. Neste contexto, o nível de reservas, agregado e individual, influencia os efeitos de uma política de taxas negativas de um modo diferente do observado com um regime de taxas positivas. Adicionalmente, o limite inferior efetivo à taxa de política dependerá igualmente do nível e distribuição das reservas. Abaixo desse limiar efetivo os bancos tendem a retirar as reservas do banco central e passam a deter numerário.

Um outro fator que influencia a transmissão das taxas negativas e o limite efetivo da taxa de juro nominal é a estrutura do mercado bancário. Num mercado concorrencial, uma descida das taxas de juro de política seria transmitida às taxas de juro ativas e passivas de igual modo e o efeito na margem de juro seria nulo. Na realidade, porém, os bancos detêm algum poder de mercado, o que pode resultar em alterações na margem de juro.

Para além destes fatores que influenciam a transmissão das taxas de política negativas às taxas de juro bancárias aplicáveis a novos contratos, este tipo de política pode ter consequências sobre o balanço e a rentabilidade dos bancos decorrentes do respetivo modelo de negócio. Uma vez que uma das principais funções dos bancos consiste na transformação de maturidades, ou seja, na obtenção de financiamento a curto prazo e na concessão de financiamento

a longo prazo, uma curva de rendimentos mais horizontal prejudica a rentabilidade dos bancos, como acontece quando existem expectativas de baixas taxas de juro durante um período de tempo prolongado. Este efeito é comum em ambientes de baixas taxas de juro, mas pode ser mais acentuado no caso de taxas negativas dado existir uma restrição à redução da taxa dos depósitos. As consequências podem também diferir em função dos empréstimos serem contratados a taxa variável ou a taxa fixa. Um banco com uma carteira de empréstimos predominantemente a taxa fixa beneficia mais da redução das taxas de juro – tanto mais quanto maior a maturidade dos ativos – dado que os seus custos diminuem mas os seus rendimentos são relativamente constantes. Em contrapartida, um banco com uma maior proporção de empréstimos a taxa variável, como é o caso dos bancos portugueses, sofre o efeito contrário. Os efeitos não são totalmente simétricos no caso de um aumento de taxas de juro dado que não se coloca geralmente a questão de as taxas de juro de depósito enfrentarem um limite superior⁴.

Esta reflexão deixa antever que, até um determinado nível, taxas de juro nominais negativas não implicam necessariamente dificuldades na transmissão da política monetária, podendo esta

ser semelhante à observada com taxas de juro nominais positivas. No entanto, existirá um limite inferior efetivo para as taxas de juro, ou seja, um nível a partir do qual uma redução de taxas tem um efeito contrário ao desejado. Os fatores que influenciam esse limite efetivo podem ter um efeito direto sobre a transmissão às taxas bancárias dos novos contratos ou um efeito indireto sobre a rentabilidade bancária e a estabilidade financeira. O limite será tanto menor (mais negativo) quanto maior a proporção de ativos dos bancos com taxas de rentabilidade fixas e maturidades elevadas. Em contrapartida, o limite será tanto mais elevado (menos negativo) quanto maior a proporção de ativos bancários de curto prazo a taxa variável e quanto mais concorrencial for o setor bancário, entre outros fatores.

4. A experiência de política de taxas de juro negativas

4.1. A implementação e a reação de outras taxas de juro nominais

Nos últimos anos, os bancos centrais de várias economias avançadas adotaram um regime de taxas de juro de política monetária negativas (Gráfico 2)⁵. As razões e os detalhes de implementação diferem entre bancos centrais⁶. De um modo geral, estas decisões foram motivadas

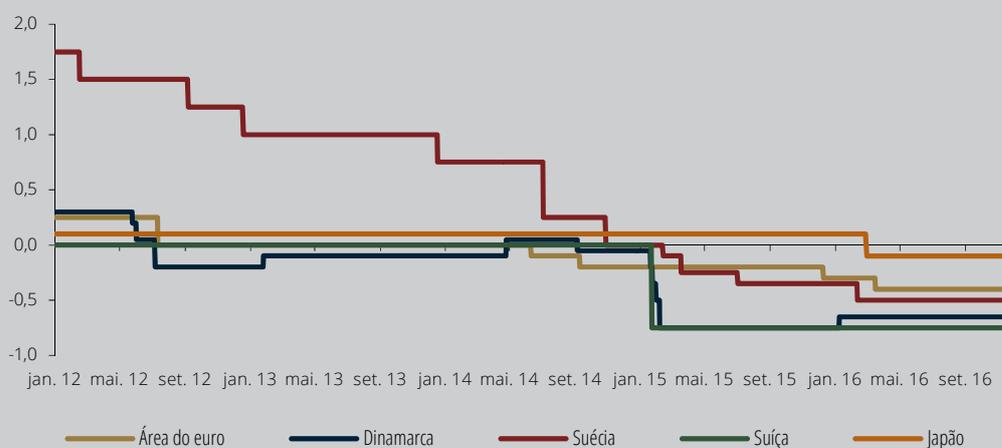


Gráfico 2 •
Taxas de juro de política monetária
| Percentagem

Fonte: Thomson Reuters.

Área do euro – taxa da facilidade de depósito. Dinamarca – taxa dos certificados de depósito. Suíça – taxa dos depósitos à vista. Suécia – taxa *repo*. Japão – taxa dos depósitos no banco central.

pelo objetivo de estabilidade de preços e nos casos da Suíça e da Dinamarca igualmente por questões de política cambial. Os bancos centrais destes dois países reduziram as respetivas taxas de juro de política para valores substancialmente negativos (-0,75 por cento) no início de 2015 de modo a conter a forte apreciação das respetivas moedas que se verificava na altura. Também no início de 2015, o banco central da Suécia justificou a descida da sua taxa de referência (denominada *repo*) para níveis negativos com os riscos para a estabilidade nominal. No início de 2016, o Banco do Japão fundamentou a política de taxas negativas com o propósito de atingir o objetivo de estabilidade de preços o mais rapidamente possível⁷.

Em junho de 2014, o BCE tornou-se o primeiro banco central de uma grande economia avançada a ultrapassar o limiar zero nas taxas de juro de política monetária ao fixar a taxa de juro da facilidade de depósito em -0,1 por cento⁸. Desde então, esta taxa voltou a ser reduzida em três ocasiões – setembro de 2014, dezembro de 2015 e março de 2016 – situando-se atualmente em -0,4 por cento. A justificação para estas decisões assentou nos riscos para a estabilidade de preços na área do euro. Dada a provisão ampla de liquidez por parte do Eurosistema, a taxa da facilidade de depósito constitui atualmente a principal taxa de juro de referência.

Desde o início da crise financeira, o Eurosistema adotou uma série de medidas de política monetária com caráter acomodatório. A partir da segunda metade de 2014 houve um reforço destas medidas, sendo a descida da taxa da facilidade de depósito para níveis negativos apenas um exemplo. O Eurosistema implementou paralelamente um programa alargado de compras de ativos financeiros que tem contribuído de modo substancial para a provisão de liquidez. Em novembro de 2016, a carteira associada a este programa ascendia a quase 1,5 biliões de euros. O Eurosistema conduziu adicionalmente duas séries de operações reversíveis de cedência de liquidez, com condições especiais destinadas a incentivar a concessão de crédito bancário à economia. Por fim, o BCE tem prosseguido uma política de *forward guidance* em que

se compromete a manter a política monetária acomodatória enquanto não se verificar um ajustamento sustentado da trajetória de inflação, compatível com o seu objetivo de estabilidade de preços. Estas medidas interagem entre si – nomeadamente o elevado montante de reservas em consequência do programa de compras e a taxa da facilidade de depósito negativa – tornando difícil a separação das várias medidas, tanto em termos da sua classificação como dos seus efeitos.

O primeiro passo na transmissão da política monetária ocorre por via dos mercados monetários. A evidência até ao momento sugere que a transmissão tem funcionado de modo semelhante ao que ocorre quando as taxas de juro oficiais se situam em níveis positivos. As taxas de juro de curto prazo continuaram a seguir de perto a principal taxa de juro de referência de política monetária nas cinco economias (Gráfico 3). Continuou a existir atividade no mercado monetário, embora esta se tenha reduzido significativamente nos últimos anos, em consequência do aumento dos riscos de crédito e de contraparte e da crescente intermediação por parte dos bancos centrais. As taxas de juro de longo prazo, medidas pela taxa de rendibilidade da dívida pública a 10 anos, têm igualmente acompanhado as descidas das taxas de juro oficiais e a revisão em baixa das expectativas quanto à política monetária. As taxas de longo prazo situam-se em diferentes níveis relativamente às taxas de política nas várias economias, o que pode refletir, entre outros fatores, expectativas de política monetária diferenciadas entre países. Realce-se, contudo, que a observação direta da evolução das diferentes taxas de juro não permite tirar conclusões definitivas sobre o efeito da política de taxas negativas, uma vez que foram tomadas em simultâneo outras medidas de política monetária não convencional.

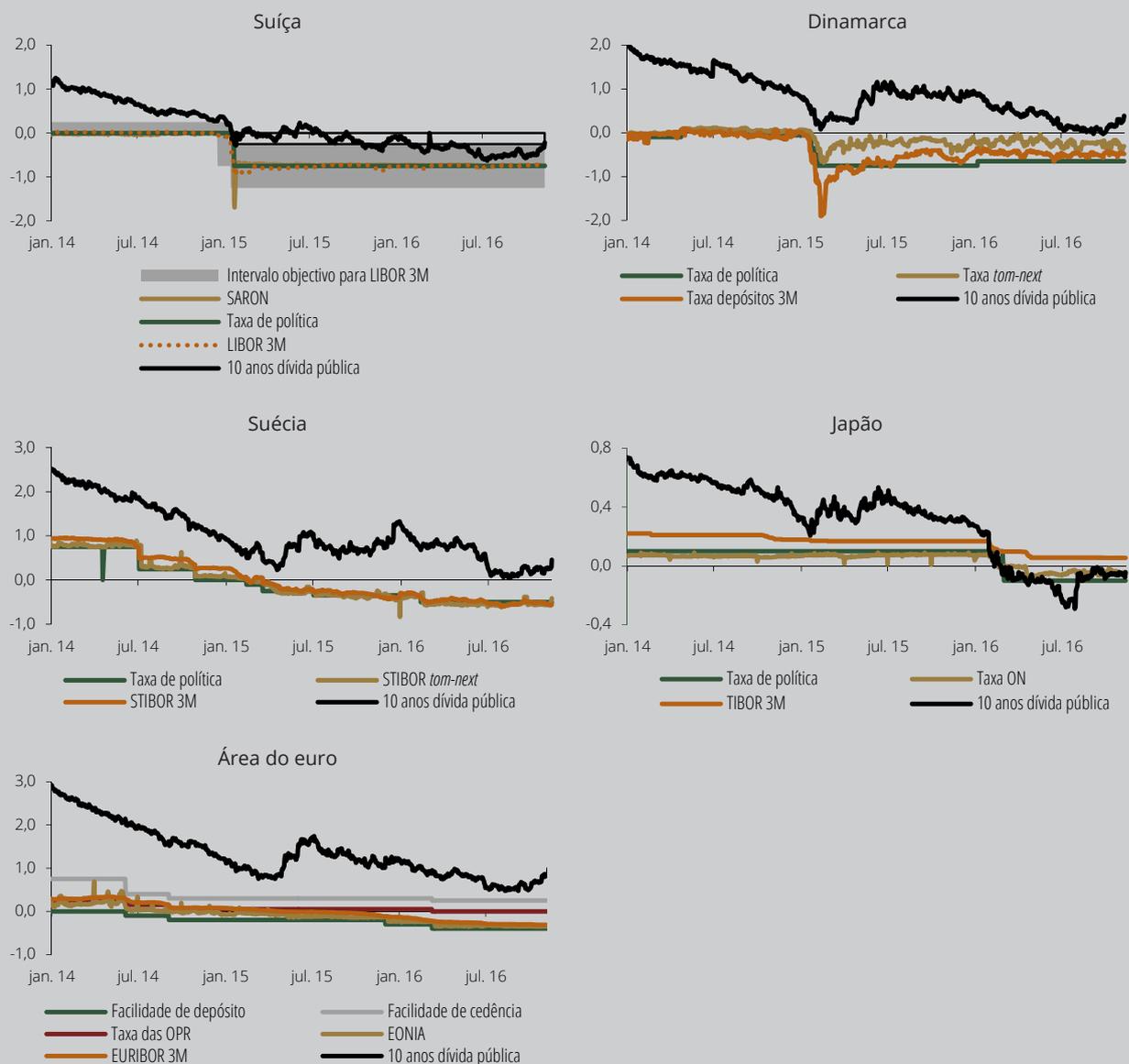
Importa ainda perceber se as condições monetárias e financeiras mais acomodatórias, em consequência da descida das taxas de juro de política e de mercado, se refletiram igualmente nas condições de financiamento bancário ao resto da economia, em particular, numa redução das taxas de juro bancárias. Uma observação direta

da evolução das taxas de juro bancárias sugere que a transmissão se continuou a fazer no atual regime de taxas negativas de modo semelhante ao que ocorre num regime de taxas de juro positivas. De facto, as taxas de juro bancárias nos países considerados têm seguido uma tendência decrescente em linha com as taxas de referência e aparentam alguma estabilização recente (Gráfico 4). Existem contudo diferenças

entre países, em particular na margem de juro bancária, o que pode refletir distintos quadros institucionais e estruturas de mercado.

Na área do euro, as taxas de juro bancárias seguiram, em termos gerais, a tendência da taxa Euribor. Entre junho de 2014 e setembro de 2016, a taxa Euribor desceu mais de 50 p.b., as taxas dos depósitos desceram mais de 40 p.b. e as taxas dos empréstimos cerca de 100 p.b.,

Gráfico 3 • Taxas de juro de referência para os mercados monetário e obrigacionista | Percentagem



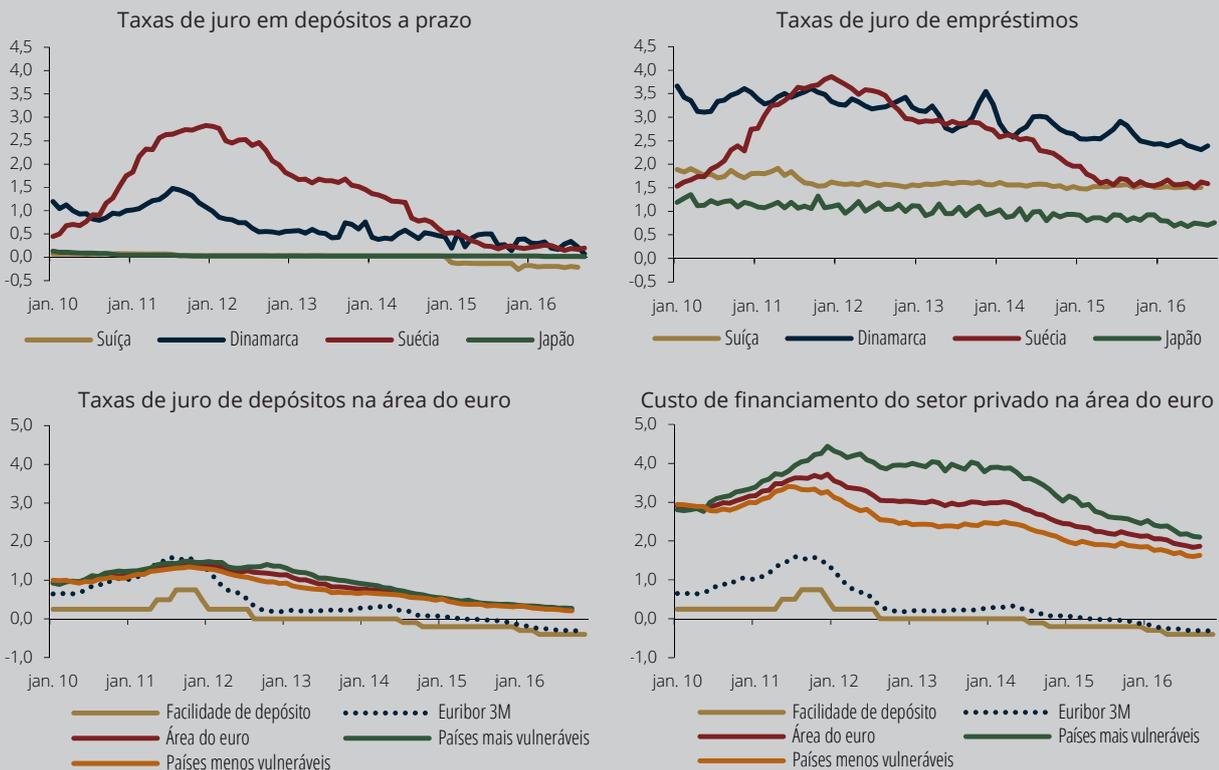
Fonte: Thomson Reuters.

Notas: A taxa *tom-next* na Dinamarca é uma média móvel de 10 dias. A taxa de rentabilidade da dívida pública a 10 anos dos países da área do euro é ponderada pelos respetivos pesos no PIB.

tendo estas variações sido mais pronunciadas nos países da área do euro mais afetados pela crise financeira. Dado que a tendência de descida se manteve nos meses mais recentes, pode-se concluir, tentativamente, que a transmissão se continua a efetuar e que não há evidência de alterações adversas no sentido de restrição das condições de crédito. A taxa de juro dos depósitos não atingiu níveis negativos, embora os valores apresentados possam ser um limite superior da verdadeira rendibilidade para o depositante uma vez que não incluem comissões

bancárias. No entanto, a manutenção da política de taxas negativas por um período prolongado aumenta o risco de efeitos não intencionais. Adicionalmente, existem outros fatores – entre os quais a adoção de outras medidas de política monetária não convencional – que terão influenciado a evolução das taxas de juro bancárias. Para retirar conclusões mais robustas sobre o efeito das taxas de juro negativas é necessário seguir uma outra abordagem que isole os diferentes efeitos. A secção seguinte apresenta uma análise preliminar nesse sentido.

Gráfico 4 • Taxas de juro de depósitos e de empréstimos | Percentagem



Fontes: BCE, Banco Nacional da Suíça, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Taxas de juro de novos contratos.

Dinamarca e Suécia: taxa média ponderada dos depósitos a prazo de empresas não financeiras e famílias; taxa média ponderada dos empréstimos a empresas não financeiras e a famílias para compra de habitação, para consumo e para outros fins (média móvel de 3 meses no caso da Dinamarca).

Suíça: taxa dos depósitos a 3 meses e de montante igual ou superior a 100 mil francos; taxa média ponderada dos empréstimos hipotecários e de investimento.

Japão: taxa média dos depósitos a 1 ano e de montante igual ou superior a 10 milhões de ienes; taxa média dos empréstimos de bancos domésticos.

Área do euro: taxa de juro média dos depósitos à vista, a prazo e com pré-aviso de famílias e empresas não financeiras, ponderada pelos montantes vivos; custo de financiamento do setor privado calculado com base nas taxas de juro médias dos empréstimos às empresas não financeiras e às famílias para compra de habitação, ponderadas por uma média móvel de 24 meses dos montantes dos novos empréstimos.

4.2. Uma análise econométrica da transmissão às taxas de juro bancárias na área do euro

Dadas as incertezas acima discutidas, é de especial interesse perceber se a transmissão às taxas de juro bancárias na área do euro em ambiente de taxas negativas difere do que acontecia num ambiente de taxas positivas. Em tempos normais, as taxas bancárias tendem a seguir uma taxa de juro de referência, geralmente a taxa de juro de curto prazo Euribor, embora num grau diferenciado consoante o tipo de contrato. Por exemplo, a taxa de juro dos depósitos à vista tende a ser a taxa de depósitos mais baixa dada a elevada liquidez. Empréstimos a taxa de juro fixa tendem a apresentar taxas de juro com menor variabilidade ao longo do tempo e a níveis mais próximos de taxas de juro de mercado para prazos mais longos. Em alguns países, incluindo Portugal, as taxas de juro Euribor servem habitualmente de indexante para grande parte dos contratos de empréstimos, o que significa que as taxas dos empréstimos tendem a acompanhar de perto a evolução da Euribor.

Para estudar a transmissão da política monetária foi efetuada uma análise econométrica com base em informação individual para uma amostra representativa de bancos da área do euro, para o período entre agosto de 2007 e setembro de 2016⁹. Os dados utilizados permitem explorar a heterogeneidade existente ao nível dos bancos, seguindo-se uma abordagem de estimação de painel com efeitos fixos ao nível do banco¹⁰.

Apresenta-se de seguida o modelo estimado, em que os índices j , c e t representam, respetivamente, o banco j , o país c e o mês t , X_{ct-1} e Y_{jct} incluem variáveis de controlo por país e banco e δ_j corresponde a efeitos fixos por banco:

$$i_{jct} = \rho i_{jct-1} + \alpha_1 DFR_t + \alpha_2 DFR_t \cdot Euribor_{t-1} + \alpha_3 Euribor_{t-1} + \beta X_{ct-1} + \gamma Y_{jct} + \delta_j + \varepsilon_{jt}$$

Visto que o objetivo é identificar se ocorre uma alteração na transmissão da política monetária às taxas ativas e passivas praticadas pelos bancos,

num ambiente de taxas negativas, utilizam-se como variáveis dependentes as taxas de juro médias ponderadas pelos respetivos montantes de novos empréstimos e novos depósitos (i_{jct}). A taxa dos depósitos refere-se a depósitos a prazo de famílias e empresas não financeiras e a taxa dos empréstimos inclui empréstimos a empresas não financeiras para os vários prazos e a famílias para compra de habitação, para consumo e para outros fins. Uma vez que se utilizam taxas de novos contratos, a análise não permite responder a questões sobre o impacto no balanço dos bancos, nomeadamente sobre a rentabilidade.

Tal como referido anteriormente, as taxas de juro bancárias tendem a seguir a taxa de juro Euribor. Ao incluir esta variável isolada na regressão, procura-se inferir sobre o efeito de variações na Euribor sobre as taxas de juro bancárias (dado pelo coeficiente α_3). Para captar o efeito da mudança para uma política de taxas de juro negativas, inclui-se a variável DFR que assume o valor absoluto da taxa de juro da facilidade de depósito nos períodos em que esta se encontra abaixo de zero. A principal variável de interesse é dada pela interação entre a taxa Euribor e o nível da taxa da facilidade de depósito ($DFR \cdot Euribor$). Um coeficiente com um sinal contrário ao sinal do coeficiente da Euribor sugere que num ambiente de taxas negativas a transmissão da política monetária às condições de financiamento dos agentes é atenuada. De facto, os resultados das regressões apresentados no Quadro 1 sugerem precisamente este efeito de atenuação na transmissão da política monetária na generalidade dos casos. O coeficiente da Euribor é positivo, o que sugere que efetivamente as taxas de juro bancárias seguem a taxa de juro de referência. A mudança para um regime de taxas de juro negativas (capturada pela variável DFR) contribuiu adicionalmente para a descida das taxas de juro dos empréstimos. No entanto, a sensibilidade das taxas de juro bancárias à Euribor diminuiu neste novo regime, podendo mesmo reverter o efeito da transmissão via Euribor à medida que a taxa da facilidade de depósito se reduz para níveis mais negativos.

Quadro 1 • Transmissão da taxa de política às taxas de juro bancárias: resultados sobre as principais variáveis de interesse

	Taxa de juro dos depósitos	Taxa de juro dos empréstimos
DFR_t	0,041	-0,363
Euribor _{t-1}	0,132	0,215
$DFR_t * Euribor_{t-1}$	-0,414	-0,775
N.º de observações	16 536	14 162
R ²	0,935	0,891
N.º de bancos	209	187

Notas: Estimacões de painel com efeitos fixos ao nível do banco para a taxa de juro média ponderada dos depósitos a prazo de empresas não financeiras e famílias e a taxa de juro média ponderada dos novos empréstimos a empresas não financeiras e famílias. Variáveis independentes consideradas e apresentadas no quadro: DFR designa o valor absoluto da taxa de juro da facilidade de depósito quando esta é negativa e zero caso contrário; $Euribor$ designa a taxa de juro Euribor a 3 meses. Foi incluído um termo autorregressivo em cada equação, que não é reportado no quadro. Variáveis de controlo definidas ao nível de país (X_{ct-1} na equação) e não reportadas: taxa de juro de dívida pública a 10 anos, saldo do sistema de pagamentos Target em percentagem do ativo do sistema bancário, montante total colocado nas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas em percentagem do ativo do sistema bancário, taxa de desemprego. Variáveis de controlo definidas ao nível do banco (Y_{jct} na equação) e não reportadas: percentagem de depósitos no total dos principais ativos, percentagem da rubrica de balanço “capital e reservas” no total dos principais ativos, percentagem de empréstimos a empresas não financeiras no total dos principais ativos, percentagem de novos empréstimos com taxa variável ou com prazo de fixação até um ano no total dos novos empréstimos, percentagem de depósitos considerados para o cálculo do M3 no total dos depósitos, logaritmo do total dos principais ativos. Os sinais dos coeficientes estão em linha com o que seria de esperar. Os erros-padrão foram calculados agrupando por país. Os coeficientes significativos a 5 por cento estão assinalados a negrito.

Parece então haver alguma evidência de descontinuidade entre os dois regimes de taxas de juro de política, acima ou abaixo de zero. Este resultado sugere que existe um valor a partir do qual descidas adicionais das taxas de juro de política podem ter um efeito contrário ao pretendido. No entanto, não permite concluir sobre qual será esse limite, embora a ausência de disrupções fortes no comportamento dos agentes económicos sugira que esse limite não terá sido ainda atingido. Ainda assim, subsiste o risco de que a manutenção ou a expectativa de manutenção da política de taxas negativas por um período prolongado altere os incentivos dos agentes levando a uma reversão dos comportamentos.

Nas regressões acima apresentadas foram incluídos outros fatores que influenciam as taxas de juro bancárias que não relacionados com a transmissão das taxas de juro de política monetária. Em primeiro lugar, a heterogeneidade ao nível dos bancos reflete, em parte, a heterogeneidade geográfica pelo que será de esperar que alguns dos efeitos dependam de fatores regionais. Assim, incluíram-se variáveis de controlo por país na regressão (X_{ct-1}). Estas variáveis pretendem controlar por fatores como a fragmentação da

área do euro, que implicou uma forte dispersão das taxas de juro bancárias no pico da crise soberana, ou pela posição no ciclo económico, que pode diferir entre países. Adicionalmente, para controlar pelo efeito das outras medidas de política monetária adotadas em simultâneo pelo Euro-sistema foram incluídas variáveis por país como a colocação nas operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas ou as taxas de juro de longo prazo, que registaram reduções na sequência do programa de compra de ativos¹¹. Foram ainda incluídas na análise algumas variáveis por banco que influenciam a estrutura do balanço do banco (Y_{jct}).

A investigação económica sobre a transmissão das taxas de juro negativas é ainda muito incipiente, dado que este é um fenómeno bastante recente. Para além dos efeitos por via das taxas de juro bancárias, para os quais se apresentou aqui uma análise preliminar, é muito importante perceber os efeitos por via das quantidades. A evidência disponível sugere que num ambiente de taxas de juro negativas os bancos da área do euro tendem a expandir mais o crédito e a aumentar a detenção de títulos de dívida pública não nacional¹². No entanto, estes efeitos apenas ocorrem em bancos situados em países menos

vulneráveis e são tanto mais fortes quanto maior o excesso de liquidez que o banco detém. Os bancos com maiores reservas excedentárias são os mais diretamente penalizados pelo efeito de “imposto” da taxa de juro negativa sobre as reservas, logo são os que têm maior incentivo a procurar aplicações alternativas para esses fundos. Um outro estudo conclui que o ambiente de taxas de juro negativas na área do euro terá estado associado a um aumento na tomada de risco por parte dos bancos¹³. Este comportamento é mais acentuado nos bancos com menores rácios de capital e depende da estrutura de financiamento dos bancos, sendo mais forte nos bancos em que os depósitos têm maior importância. Estes resultados sugerem que a restrição sobre as taxas dos depósitos assumirem valores negativos pode ser determinante para os bancos que mais dependem desta fonte de financiamento.

5. Considerações finais

A experiência recente na área do euro e noutras economias mostra que, de facto, o zero não é um limite inferior efetivo ao nível das taxas de juro nominais. Conforme discutido neste tema em destaque, existem razões que justificam a existência de um limite abaixo de zero, mas que pode diferir entre economias devido a diversos fatores, como sejam as características do sistema bancário. O limite pode ainda diferir entre bancos, empresas e famílias. Contudo, o conhecimento sobre estes fatores bem como sobre o mecanismo de transmissão da política monetária em ambientes de taxas de juro muito baixas é ainda muito incipiente.

De acordo com a evidência de natureza preliminar aqui apresentada, a transmissão da política monetária pode apresentar características diferentes em ambientes de taxas de juro nominais negativas ou positivas. Embora não exista evidência de que tenha sido ultrapassado o limite inferior das taxas de juro na área do euro, os efeitos da transmissão parecem atenuar-se face aos observados num regime de taxas de juro positivas. Recorde-se, no entanto, que é difícil isolar os efeitos da política de taxas de juro negativas dos

de outras medidas de política monetária adotadas em simultâneo pelo Eurosistema. Embora as diferentes medidas contribuam, a prazo, para atingir o objetivo de estabilidade de preços, subsiste o risco de que a manutenção ou a expectativa de manutenção da política de taxas negativas por um período prolongado gere um efeito contrário ao pretendido.

Neste tema em destaque não foram discutidas questões de estabilidade financeira que podem surgir associadas a ambientes de baixas taxas de juro nominais. Em particular, este ambiente pode colocar dificuldades à rentabilidade dos bancos, pode incentivar um aumento da tomada de risco por parte das instituições financeiras e pode colocar dificuldades a determinados tipos de investidores que têm compromissos de mais longo prazo, como as seguradoras ou os fundos de pensões. Estes são alguns exemplos de fatores adicionais de incerteza associados à manutenção de taxas de juro nominais negativas, que poderão justificar uma abordagem cautelosa no seguimento deste tipo de política por um período longo.

Notas

1. Brunnermeier, M. e Y. Koby (2016), "The 'reversal interest rate': An effective lower bound on monetary policy", *mimeo*.
2. A este propósito veja-se Rogoff, K. (2016), *The Curse of Cash*, Princeton University Press e Goodfriend, M. (2000), "Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32(4), pages 1007-35, November.
3. Agarwal, R. e M. Kimball (2015), "Breaking Through the Zero Lower Bound", *IMF Working Papers 15/224*.
4. A propósito do efeito do ambiente de taxas negativas sobre a rentabilidade bancária veja-se, por exemplo, o *Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal de maio de 2016.
5. O banco central da Hungria também fixou a taxa de juro da facilidade de depósito overnight num nível ligeiramente negativo (-0.05 por cento) desde março de 2016.
6. Para reduzir o impacto potencialmente negativo desta política na rentabilidade bancária, alguns bancos centrais optaram por sistemas de isenção das reservas por patamares. O banco central da Dinamarca oferece certificados de depósito à taxa de juro atual de -0,65 por cento, enquanto aceita depósitos a uma taxa de remuneração nula. Existem limites quantitativos individuais aos depósitos aceites, acima dos quais os fundos são convertidos em certificados de depósito. O Banco Nacional da Suíça aplica atualmente uma taxa de -0,75 por cento nos depósitos à vista acima de um determinado limite individual, calculado com base nas reservas mínimas. O Banco do Japão divide a remuneração das reservas em três patamares com remunerações de -0,1 por cento, 0 por cento e +0,1 por cento atualmente. Na área do euro, as reservas obrigatórias são remuneradas à taxa das operações principais de refinanciamento (atualmente em 0 por cento) e as reservas excedentárias à taxa da facilidade de depósito (-0,4 por cento).
7. Para mais informação, veja-se: Bech, M. e A. Malkhozov (2016), "How have central banks implemented negative policy rates?", *BIS Quarterly Review*, março 2016, e Ball, L., J. Gagnon, P. Honohan e S. Krogstrup (2016), *What Else Can Central Banks Do?*, *Geneva Reports on the World Economy 18*, CEPR.
8. O Eurosistema fixa três taxas de juro diretas num sistema de corredor: a taxa das operações principais de refinanciamento e as taxas das facilidades de depósito e de cedência de liquidez. As taxas de juro das facilidades estabelecem um limite inferior e superior, respetivamente, para as taxas de juro de mercado. As reservas dos bancos colocadas junto do banco central que excedam o montante de reservas obrigatórias são remuneradas à taxa de facilidade de depósito.
9. Foi utilizada uma base de dados confidencial do Eurosistema que inclui informação individual por banco idêntica à informação que é divulgada ao nível agregado para a área do euro e para os países, no contexto das estatísticas monetárias e financeiras e das estatísticas de taxas de juro das instituições monetárias e financeiras. Para mais informação sobre estas estatísticas, veja-se <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html> e <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/interest/interest/html/index.en.html>.
10. Dado que as principais variáveis de interesse são agregadas ao nível da área do euro e que grande parte das variáveis de controlo são agregadas ao nível do país, o cálculo dos erros-padrão é agrupado por país. O Quadro 1 apresenta uma descrição de todas as variáveis utilizadas.
11. O ideal, contudo, seria controlar pelo efeito destas medidas ao nível do banco, mas essa informação não está disponível.
12. Demiralp, S., J. Eisenschmidt e T. Vlassopoulos (2016), "The impact of negative rates on bank balance sheets: Evidence from the euro area", *mimeo*.
13. Heider, F., F. Saidi e G. Schepens (2016), "Life below zero: Bank lending under negative policy rates", *mimeo*.

