# Boletim Económico Junho 2019

## Boletim Económico

Junho 2019



#### Índice

#### Projeções para a economia portuguesa: 2019-21 | 5

- 1 Introdução | **7**
- 2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções | 9
- 3 Atividade económica e preços em Portugal no período 2019-21 | 11
- 4 Incerteza e riscos | 28
- 5 Conclusões | 29

Caixa 1 · O impacto do programa de aquisição de obrigações de dívida soberana nas taxas de juro de longo prazo na área do euro | **30** 

Caixa 2 · Perspetivas orçamentais de médio prazo | 32

Caixa 3 · O impacto na economia portuguesa de uma saída do Reino Unido da União Europeia sem acordo | 37

#### Il Tema em destaque | 41

As alterações demográficas e a oferta de trabalho em Portugal | **43** Caixa 1 · O efeito do aumento da idade de reforma na evolução da população ativa em Portugal | **56** 



## 1 Introdução

#### : Maturação da fase de expansão do ciclo económico

As projeções para a economia portuguesa apontam para a manutenção de uma trajetória de expansão ao longo do período 2019-21, embora a um ritmo de crescimento inferior ao observado nos últimos anos. Após um crescimento de 2,1% em 2018, o Produto Interno Bruto (PIB) em termos reais deverá crescer 1,7% em 2019 e 1,6% em 2020 e em 2021 (Quadro I.1.1).

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2019-21 | Taxa de variação anual, em percentagem

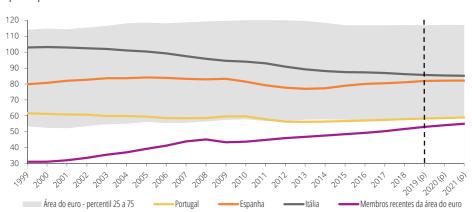
	% do	% do BE junho 2019 PIB			BE março 2019				
	2018	2018	2019 <sup>(p)</sup>	2020 <sup>(p)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>	2018	2019 <sup>(p)</sup>	2020 <sup>(p)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
Produto Interno Bruto	100	2,1	1,7	1,6	1,6	2,1	1,7	1,7	1,6
Consumo privado Consumo público Formação bruta de capital fixo Procura interna Exportações	65 17 17 100 44	2,5 0,8 4,4 2,8 3,6	2,6 0,5 8,7 3,5 4,5	2,0 0,5 5,8 2,3 3,1	1,7 0,5 5,5 2,2 3,4	2,5 0,8 4,4 2,7 3,7	2,7 0,3 6,8 3,0 3,8	1,9 0,2 5,8 2,3 3,7	1,6 0,2 5,2 2,0 3,6
Importações Contributo para o crescimento do PIB líquido de importações (em pp) <sup>(a)</sup> Procura interna Exportações	43	4,9 1,3 0,8	1,3 0,4	4,3 1,1 0,5	1,0 0,5	4,9 1,3 0,8	6,3 1,3 0,4	4,7 1,1 0,6	4,1 1,0 0,7
Emprego <sup>(b)</sup> Taxa de desemprego		2,3 7,0	1,3 6,3	0,8 5,7	0,4 5,3	2,3 7,0	1,5 6,1	0,9 5,5	0,4 5,2
Balança corrente e de capital (% PIB) Balança de bens e serviços (% PIB)		0,4 1,0	0,1 -0,5	0,2 -0,7	0,2 -1,1	0,4 1,0	0,6 0,2	0,6 -0,2	0,9 -0,4
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,2	0,9	1,2	1,3	1,2	0,8	1,2	1,3

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. pp — pontos percentuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. (a) Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2015. Para mais informações, ver a caixa "Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa" do *Boletim Económico* de março de 2019. Eventuais diferenças entre a taxa de crescimento do PIB e a soma dos contributos devem-se a arredondamentos. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

A evolução projetada para a economia portuguesa corresponde a uma fase de maturação do ciclo económico que se traduzirá em crescimentos do PIB aproximadamente em linha com as estimativas disponíveis para o crescimento potencial.¹ De acordo com as projeções publicadas pelo Banco Central Europeu (BCE), a maturação do processo de expansão é também extensível à área do euro.² Neste quadro, o crescimento projetado para a economia portuguesa é, em média, ligeiramente superior ao projetado para o conjunto da área do euro, antecipando-se a continuação do processo muito gradual de convergência real da economia portuguesa. Não obstante esta evolução, no final do horizonte de projeção o PIB *per capita* em Portugal continuará a situar-se próximo de 60% da média do PIB *per capita* da área do euro, um valor ligeiramente inferior ao observado no início da união monetária (Gráfico I.1.1).

As metodologias utilizadas no cálculo do produto potencial encontram-se descritas em Duarte, Maria e Sazedj (2019), "Produto potencial: como compara Portugal com a área do euro ao longo dos últimos 40 anos?", Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal, vol. V, n.º 2.

<sup>2.</sup> Ver "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema", junho de 2019.



**Gráfico I.1.1** • PIB real *per capita* em Portugal e nos países da área do euro | Em percentagem do PIB *per capita* na área do euro

Fontes: AMECO, Banco de Portugal, Eurosistema e INE. | Notas: (p) — projetado. As projeções para o PIB correspondem às do Eurosistema e as projeções para a população são da AMECO. Para 2021 não existem projeções da AMECO para a população, pelo que se assumiu uma taxa de variação igual à do ano anterior. Os membros recentes da área do euro são constituídos por Chipre, Eslováquia, Eslovénia, Estónia, Letónia, Lituânia e Malta.

Ao longo do horizonte de projeção a economia portuguesa deverá continuar a beneficiar de um enquadramento económico e financeiro relativamente benigno (Capítulo 2). As condições de financiamento manter-se-ão globalmente favoráveis para todos os setores da economia e a procura externa dirigida à economia portuguesa deverá crescer em média ligeiramente abaixo de 3%, o que tem implícita uma desaceleração em 2019 e alguma recuperação nos anos seguintes.<sup>3</sup>

À semelhança do observado nos últimos anos, a evolução da atividade está sustentada no crescimento do consumo privado, no dinamismo da formação bruta de capital fixo (FBCF), em particular da componente empresarial, e no aumento das exportações. Tal como observado em 2018, ao longo do horizonte de projeção o contributo da procura interna para o crescimento do PIB será superior ao contributo das exportações. Este padrão de crescimento traduz-se num saldo negativo da balança de bens e serviços a partir de 2019. Não obstante esta evolução, projeta-se um ligeiro excedente da balança corrente e de capital ao longo do horizonte de projeção, beneficiando do aumento esperado das transferências da União Europeia (UE) e da redução dos juros da dívida pública.

A inflação, medida pela taxa de variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá manter-se contida ao longo de todo o horizonte, aumentando de 0,9% em 2019 para 1,3% em 2021. Esta evolução ocorre num quadro de redução gradual das margens disponíveis no mercado de trabalho e no mercado do produto, com a generalidade das estimativas a apontar para hiatos do desemprego negativos e hiatos do produto positivos.

## Projeções para o PIB e para a inflação revistas marginalmente face a março

Face às projeções publicadas pelo Banco de Portugal em março de 2019, o crescimento do PIB foi revisto ligeiramente em baixa em 2020 (-0.1 pp), mantendo-se inalterado em 2019 e em 2021. A manutenção da projeção para o PIB em 2019 tem implícito um comportamento mais dinâmico do investimento e das exportações (não obstante a revisão em baixa da procura externa), acompanhado por um maior crescimento das importações. A revisão ao nível das componentes reflete sobretudo a informação

<sup>3.</sup> Esta projeção integra o exercício do Eurosistema publicado recentemente pelo BCE, englobando o conjunto de hipóteses de enquadramento consistente com esse exercício.

disponível para o primeiro trimestre do ano, que revelou uma evolução da atividade económica – tanto da procura global como das importações – relativamente mais forte do que o antecipado em março. A revisão em baixa em 2020 reflete as novas hipóteses de enquadramento internacional, em particular uma procura externa dirigida às empresas portuguesas inferior à antecipada em março (Capítulo 2).

A inflação foi revista ligeiramente em alta em 2019 (+0,1 pp), refletindo a incorporação da informação mais recente, em particular dos preços dos serviços de alojamento. Para 2020-21 as projeções para a inflação mantêm-se inalteradas face a março. No que diz respeito à capacidade de financiamento da economia portuguesa, refira-se um menor excedente da balança corrente e de capital ao longo de todo o horizonte. Tal refletiu a revisão em baixa do saldo da balança de bens e serviços, decorrente, em larga medida, da informação do comércio internacional de bens para o primeiro trimestre de 2019.

# 2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções

Abrandamento da atividade económica mundial em 2019, num contexto de elevada incerteza

A informação mais recente sugere que a moderação do ritmo de expansão da economia mundial observada ao longo de 2018 se alargará ao presente ano. O comércio e a atividade na indústria transformadora têm continuado a abrandar de uma forma generalizada nas várias economias no início de 2019, num quadro de tensões comerciais e de elevada incerteza política e económica. Ao mesmo tempo, a atividade no setor dos serviços tem-se mantido resiliente e as condições monetárias têm-se tornado mais favoráveis, sobretudo nas economias avançadas, refletindo uma orientação mais acomodatícia da política monetária por parte dos principais bancos centrais. O crescimento do PIB surpreendeu pela positiva no primeiro trimestre de 2019 num conjunto de economias avançadas, incluindo a área do euro. No entanto, estas surpresas refletiram sobretudo fatores idiossincráticos de natureza temporária.

Neste quadro, de acordo com as hipóteses para o enquadramento externo do exercício, o crescimento do PIB mundial deverá diminuir de 3,6% em 2018 para 3,1% em 2019 (Quadro I.2.1). Este abrandamento deverá ser generalizado em termos de economias. Em 2020-21, projeta-se que o crescimento estabilize em torno de 3,4%, ou seja, em valores ligeiramente inferiores aos observados em média antes da crise financeira e próximos do crescimento mundial potencial. Em comparação com o exercício de março de 2019, as hipóteses para o crescimento do PIB mundial foram apenas marginalmente revistas e continuam a ser moldadas por três fatores. Em primeiro lugar, espera-se um menor dinamismo cíclico nas principais economias avançadas no médio prazo, em linha com o aumento das restrições sobre a capacidade produtiva e com a diminuição gradual dos estímulos de política económica. Em segundo lugar, antecipa-se que a transição da economia chinesa para um ritmo de crescimento mais baixo e menos dependente do investimento e das exportações prossiga ao longo do horizonte. Por último, projeta-se uma recuperação significativa em várias economias emergentes que enfrentam atualmente, ou atravessaram recentemente, recessões profundas, como a Argentina e a Turquia.

<sup>4.</sup> As hipóteses técnicas e as hipóteses para o enquadramento externo coincidem com as do exercício de projeção do Eurosistema divulgado a 6 de junho. As hipóteses técnicas incluem a informação disponível até dia 15 de maio.

Quadro I.2.1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE junho 2019				Revisões face ao BE março 2019			BE
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Enquadramento internacional									
PIB mundial	tva	3,6	3,1	3,4	3,3	0,1	-0,2	0,0	0,0
Comércio mundial	tva	4,1	1,4	3,1	3,4	-0,3	-1,4	-0,5	-0,2
Procura externa	tva	3,2	2,3	3,0	3,1	-0,2	-0,8	-0,6	-0,3
Preço do petróleo em dólares	vma	71,1	68,1	65,8	62,7	0,0	6,4	4,5	2,1
Preço do petróleo em euros	vma	60,2	60,6	58,7	56,0	0,0	6,4	4,9	2,8
Condições monetárias e financeiras									
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	2,9	2,8	2,7	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Índice de taxa de câmbio efetiva do euro	tva	2,5	-1,8	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,18	1,12	1,12	1,12	0,0	-1,3	-1,7	-1,7

Fontes: Eurosistema e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: tva — taxa de variação anual, % — em percentagem, vma — valor médio anual. A hipótese técnica para o preço do petróleo assenta nos mercados de futuros. A evolução da taxa EURIBOR a 3 meses tem por base as expetativas implícitas nos contratos de futuros. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior. A projeção para a taxa de juro implícita da dívida baseia-se numa estimativa que inclui hipóteses para as taxas de juro associadas às novas emissões. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. O índice de taxa de câmbio efetiva do euro é calculado face a um grupo de 19 países parceiros. A revisão da taxa de câmbio euro-dólar é apresentada em percentagem. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação.

No que diz respeito ao comércio global, projeta-se que as tensões comerciais, a desaceleração da atividade na indústria transformadora e um ciclo tecnológico mais fraco na Ásia<sup>5</sup> continuem a ter um impacto negativo nos fluxos comerciais. Neste contexto, as hipóteses do exercício apontam para um abrandamento notório do comércio mundial em 2019, generalizado em termos geográficos, embora particularmente forte nas economias asiáticas emergentes. Em particular, antecipa-se uma diminuição da taxa de crescimento das importações globais para um valor que deverá ser significativamente mais baixo do que o da taxa de crescimento do PIB mundial e o mais baixo do período que se seguiu à Grande Recessão em 2009. Projeta-se que no médio prazo se dissipe o impacto negativo da incerteza relacionada com o protecionismo e que o comércio global cresça a um ritmo próximo do da atividade. Não obstante, a incerteza quanto ao enquadramento futuro do comércio mundial continua a ser significativa. Recentemente aumentaram as tensões comerciais entre a China e os Estados Unidos, nomeadamente com a entrada em vigor de um aumento adicional das tarifas aplicadas pelos Estados Unidos a produtos oriundos da China, que foi seguida de uma retaliação por parte da China. Estas medidas foram incorporadas nas hipóteses do exercício e explicam, em parte, a revisão em baixa do crescimento do comércio global ao longo do horizonte.

A procura externa dirigida à economia portuguesa deverá abrandar em 2019, refletindo a desaceleração das importações intra e extra-área do euro, e acelerar em 2020-21 para um ritmo de crescimento próximo do previsto para o comércio mundial. Face às hipóteses do exercício de março de 2019, o crescimento da procura externa foi revisto em baixa ao longo do horizonte de projeção, em particular em 2019 e em 2020.

#### : Manutenção de condições monetárias favoráveis

O preço do petróleo manteve a trajetória ascendente iniciada no final do ano passado, num contexto de restrições do lado da oferta acordadas pela OPEP+6 em dezembro de 2018, de sanções ao Irão

<sup>5.</sup> Existe evidência de que o ciclo tecnológico global tem sido menos dinâmico desde o início de 2018. Esta evolução pode estar associada a fatores estruturais específicos do setor, por exemplo relacionados com a crescente saturação do mercado global de determinados produtos, como os *smartphones*, ou a fatores cíclicos, por exemplo relacionados com os ciclos de lançamento de novos modelos. Para mais informações, ver a caixa "What the maturing tech cycle signals for the global economy" publicada no *Boletim Económico* do BCE n°3/2019.

<sup>6.</sup> A OPEP+ inclui os membros da OPEP e os países que também acordaram reduzir a produção de petróleo em diferentes momentos do tempo desde o final de 2016, como a Rússia e o México.

e de sanções e falhas de energia na Venezuela. Em termos médios anuais, as hipóteses apontam para uma redução gradual do preço do petróleo em 2019-21, mas para níveis mais elevados do que os antecipados no exercício de março de 2019. Por seu turno, as condições monetárias deverão manter-se acomodatícias. As taxas de juro de curto prazo da área do euro deverão manter-se em níveis historicamente baixos, num contexto de adiamento das expetativas de mercado quanto a uma subida das taxas de juro diretoras do BCE. Em parte, este adiamento refletiu as decisões recentes de política monetária do BCE, nomeadamente a extensão do período mínimo durante o qual o banco central anunciou que as taxas permanecerão nos níveis atuais. Por sua vez, as taxas de juro de longo prazo na área do euro, incluindo em Portugal, permanecerão em níveis historicamente baixos, em parte decorrentes do programa do BCE de compra de obrigações de dívida soberana (Caixa 1 – "O impacto do programa de aquisição de obrigações de dívida soberana sobre as taxas de juro de longo prazo na área do euro"). Relativamente ao mercado cambial, desde a data de fecho do exercício de março verificou-se uma ligeira depreciação do euro em termos nominais efetivos. Em termos médios anuais, a hipótese de manutenção de um nível constante ao longo do horizonte de projeção traduz-se numa depreciação da taxa de câmbio em 2019 e numa estabilização em 2020-21.

Relativamente às hipóteses de finanças públicas, e em conformidade com as regras adotadas nos exercícios do Eurosistema, a projeção incorpora as medidas de política orçamental já aprovadas (ou com elevada probabilidade de aprovação), desde que devidamente especificadas em documentos oficiais (Caixa 2 – "Perspetivas orçamentais de médio prazo"). Estas correspondem, no essencial, às medidas incluídas no Orçamento do Estado para 2019.

# 3 Atividade económica e preços em Portugal no período 2019-21

A economia portuguesa deverá continuar a crescer ao longo do horizonte de projeção, embora a um ritmo inferior ao registado nos últimos anos. De acordo com as projeções divulgadas neste boletim, o PIB deverá aumentar 1,7% em 2019 e 1,6% em 2020 e em 2021, o que compara com um crescimento médio de 2,3% observado no período 2016-18. A redução do dinamismo da atividade traduz a maturação do ciclo económico, bem como a existência de constrangimentos estruturais a um maior crescimento potencial da economia portuguesa.

## Contributo da procura interna para o crescimento do PIB superior ao contributo das exportações

O crescimento do PIB ao longo do horizonte assenta numa evolução favorável da procura interna e das exportações. À semelhança do observado durante o atual período de recuperação, o contributo da procura interna está associado ao crescimento do consumo privado e à dinâmica da FBCF, em particular da sua componente empresarial. Ao longo do horizonte de projeção, o contributo (líquido de importações) da procura interna para o crescimento do PIB será superior ao contributo (líquido de importações) das exportações. Tal evolução contrasta com o ocorrido, em média, no período 2014-17, onde estes contributos foram muito próximos (Gráfico I.3.1).

As projeções agora apresentadas incorporam a estimativa rápida do Instituto Nacional de Estatística (INE) para o primeiro trimestre de 2019 e a informação disponível até ao dia 21 de maio. De acordo

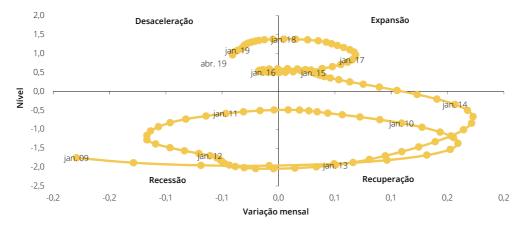
com a estimativa rápida, a atividade económica em Portugal no primeiro trimestre do ano apresentou um crescimento de 1,8% em termos homólogos e de 0,5% em variação em cadeia, taxas ligeiramente superiores às observadas na área do euro. Para o segundo trimestre antevê-se um crescimento mais moderado, traduzindo, em particular, a reversão de alguns efeitos de carácter mais temporário que afetaram positivamente a atividade económica no primeiro trimestre do ano. A expetativa de desaceleração da economia no segundo trimestre é corroborada pelos indicadores qualitativos da Comissão Europeia, em particular pelo indicador de sentimento económico, que em abril prosseguiu a trajetória descendente observada desde o início de 2018 (Gráfico I.3.2).

**Gráfico I.3.1** • Contributos (líquidos de importações) da procura interna e das exportações para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. Nos três intervalos consideraram-se os contributos médios no período. 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 2015. Para mais informações, ver a caixa "Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa" do *Boletim Económico* de março de 2019.

**Gráfico I.3.2** • Indicador de evolução cíclica em Portugal | Indicador de sentimento económico, jan. 09 a abr.19



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A metodologia utilizada na construção do indicador está descrita na caixa "Indicadores de evolução cíclica da economia portuguesa", *Boletim Económico* de outubro de 2018.

<sup>7.</sup> O detalhe das Contas Nacionais Trimestrais foi divulgado após a data de fecho dos dados. Neste contexto, a análise da evolução dos agregados da despesa no primeiro trimestre de 2019 tem como base a informação de conjuntura recente e a informação qualitativa contida na publicação da estimativa rápida.

## Crescimento robusto do consumo privado sustentado na evolução do rendimento disponível

Após crescimentos relativamente estáveis ao longo dos últimos cinco anos, em torno de 2,4%, o consumo privado deverá crescer 2,6% em 2019 e apresentar crescimentos mais moderados no período 2020-21 (Gráfico I.3.3).



**Gráfico I.3.3** • Consumo privado, rendimento disponível e poupança | Taxa de variação, em percentagem e nível, em percentagem do rendimento disponível

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

O aumento do consumo privado em 2019 está associado à evolução favorável do rendimento disponível real das famílias, refletindo o crescimento do emprego e dos salários nominais, incluindo o aumento do salário mínimo. A evolução contida dos preços e as hipóteses para a evolução das variáveis orçamentais, em particular o descongelamento de carreiras nas administrações públicas, as medidas de redução dos impostos sobre as famílias e o aumento das prestações sociais, contribuem também para a aceleração do rendimento disponível real em 2019. A evolução favorável do consumo privado em 2019 é sustentada pelos indicadores quantitativos disponíveis para os primeiros meses do ano, em particular o índice de volume de negócios no comércio a retalho e os valores movimentados em Caixas Automáticos e Terminais de Pagamento Automático. Adicionalmente, a confiança dos consumidores mantém-se em níveis elevados, embora inferiores aos observados no passado recente. Projeta-se em 2019 uma aceleração do consumo corrente de bens e serviços e uma desaceleração do consumo de bens duradouros, fortemente influenciada pelo desempenho da componente automóvel no primeiro trimestre.

No período 2020-21 o consumo privado deverá desacelerar, refletindo o abrandamento do rendimento disponível real. A evolução projetada para o rendimento disponível real traduz, em particular, a desaceleração do emprego, o desvanecimento do impacto associado ao aumento do salário mínimo e às medidas de finanças públicas incorporadas em 2019 e o aumento progressivo da inflação. Em sentido contrário, a gradual redução dos recursos disponíveis no mercado de trabalho e o aumento da produtividade deverão contribuir para alguma aceleração dos salários por trabalhador ao longo do horizonte (Gráfico I.3.4). Para além da evolução do rendimento disponível, o consumo privado deverá beneficiar, à semelhança do ocorrido nos últimos anos, de condições de financiamento favoráveis ao longo de todo o horizonte, em particular da manutenção das taxas de juro em níveis historicamente baixos. O regime de baixas taxas de juro que se tem verificado ao

longo dos últimos anos tem contribuído para a manutenção do serviço da dívida dos particulares em níveis reduzidos.

A projeção aponta para uma relativa estabilização do peso do consumo privado no PIB no período 2019-21, em torno de 65%, em termos nominais, mantendo um peso muito superior ao observado na larga maioria dos países da área do euro (cerca de 53% na média da área do euro, de acordo com as projeções mais recentes). A taxa de poupança das famílias deverá manter-se em níveis baixos, aproximadamente 5%, o que representa um valor significativamente menor do que o observado no conjunto dos países da área do euro (em torno de 13%).

6 5 4 3 0 -1 -2 -3 -4 2014 2015 2016 2017 2018 2019 (p) 2020 (p) 2021 (p) ■ Emprego Salários por trabalhador ■ Impostos diretos e contribuições sociais Outro rendimento Deflator do consumo privado Rendimento disponível real (%)

**Gráfico I.3.4 •** Contributos para a taxa de variação anual do rendimento disponível real | Em pontos percentuais

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. O outro rendimento inclui as transferências internas e externas e os rendimentos de empresas e propriedade.

No que diz respeito ao consumo público, assume-se um crescimento ao longo do horizonte de projeção de 0,5% em termos reais, o que representa uma desaceleração face a 2018. A evolução em 2019 decorre da redução esperada no que se refere à despesa em bens e serviços, refletindo a reversão do efeito pontual de despesas relacionadas com os incêndios de 2017 (com impacto no consumo intermédio de 2018) e a queda perspetivada para os encargos com parcerias público-privadas (PPPs) do setor rodoviário. Relativamente ao emprego público, assume-se para 2019 um crescimento semelhante ao registado no ano anterior. No período 2020-21 a manutenção da taxa de crescimento do consumo público traduz a hipótese de desaceleração gradual do emprego público compensada pelo perfil da despesa com PPPs do setor rodoviário.

#### : Crescimento forte do investimento, em particular em 2019

O investimento deverá continuar a recuperar ao longo do horizonte de projeção, designadamente a componente empresarial (Gráfico I.3.5). Após um crescimento de 4,4% em 2018, a FBCF deverá aumentar 8,7% em 2019, refletindo o comportamento muito favorável da construção e da FBCF em máquinas e equipamento no primeiro trimestre. Ao longo dos próximos meses antecipa-se alguma reversão do crescimento muito acentuado observado no início do ano. No período 2020-21 projeta-se um perfil de gradual desaceleração do investimento para um crescimento de 5,5% em 2021. No final do horizonte de projeção, a FBCF total deverá encontrar-se ainda num nível inferior ao observado antes da crise financeira internacional, ao passo que a componente empresarial deverá atingir o nível pré-crise no final de 2019.

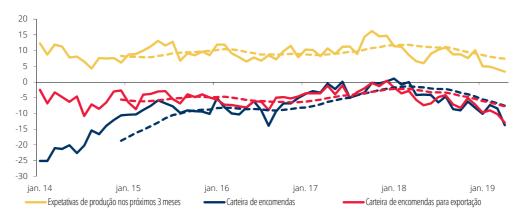
10 8 6 4 2 0 -2 -4 -6 2017 2014 2015 2016 2018 2019 (p) 2020 (p) 2021 (p) Público ■ Habitação Formação bruta de capital fixo (%) **Empresarial** 

**Gráfico I.3.5** • Contributos para a taxa de variação da formação bruta de capital fixo | Em pontos percentuais

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

O crescimento da FBCF empresarial ao longo do horizonte de projeção está associado à manutenção de um conjunto de fatores favoráveis ao investimento, nomeadamente: condições de financiamento globalmente benignas; execução de alguns projetos de infraestruturas de grande dimensão que, em alguns casos, estarão associados a financiamento europeu; taxas de utilização da capacidade produtiva a aproximarem-se dos níveis pré-crise e a necessidade de recuperação e renovação do *stock* de capital. A evolução do investimento deverá ainda refletir as perspetivas relativamente positivas para a evolução da procura, embora se antecipe um crescimento da procura mundial inferior ao observado nos últimos anos. No entanto, a incerteza associada à evolução da economia mundial, em particular no que diz respeito à evolução do comércio internacional num quadro de tensões protecionistas, poderá condicionar as decisões de investimento das empresas. Efetivamente, de acordo com os inquéritos qualitativos, os empresários têm vindo a avaliar de forma menos otimista a evolução da sua atividade no futuro próximo (Gráfico I.3.6).

**Gráfico I.3.6** • Indicadores qualitativos da indústria transformadora | Saldos de respostas extremas



Fonte: Comissão Europeia. | Nota: As linhas a tracejado correspondem a médias móveis de 12 períodos.

O investimento em habitação deverá continuar a recuperar, projetando-se um aumento significativo em 2019, largamente influenciado pelo forte crescimento nos primeiros meses do ano. Para o período 2020-21 antecipa-se uma progressiva desaceleração, para taxas de crescimento em

torno de 3% em 2021, para a qual também contribui o menor ritmo de crescimento da atividade económica face aos últimos anos. O aumento do investimento em habitação ao longo do horizonte reflete a manutenção de um conjunto de fatores que têm beneficiado a procura de habitação. De entre estes, destaca-se a melhoria da situação no mercado de trabalho, a manutenção do acesso a financiamento com taxas de juro historicamente baixas e o forte aumento do turismo e da procura por parte de não residentes. O aumento da rendibilidade relativamente a outros investimentos de longo prazo, traduzindo em parte o crescimento acentuado dos preços de habitação desde 2014, tem também contribuído para a recuperação do investimento em habitação.8

Relativamente ao investimento público, assume-se um crescimento significativo ao longo do horizonte de projeção, em linha com o perspetivado nos documentos oficiais e com o perfil esperado para o recebimento de fundos comunitários.

Após um longo período de redução do peso da FBCF no PIB, que atingiu um mínimo de 15% em 2013, tem-se assistido a uma inversão desta tendência. Ao longo do horizonte de projeção antecipa-se a manutenção do aumento gradual deste rácio para cerca de 20%, valor próximo do projetado para a área do euro. Esta recuperação tem implícito um aumento do peso da componente empresarial da FBCF no PIB, que deverá passar de cerca de 12% em 2018 (próximo do valor observado na área do euro) para 14% em 2021.

A evolução perspetivada para o consumo privado e para o investimento traduz-se na manutenção da trajetória de redução do endividamento dos particulares e das empresas ao longo do horizonte de projeção, embora a um ritmo mais lento do que o observado nos últimos anos. Em 2021, o endividamento das famílias em percentagem do rendimento disponível deverá situar-se num nível 28 pp inferior ao observado em 2008. Por seu turno, o nível de endividamento das empresas em percentagem do PIB deverá apresentar uma redução de 23 pp, o que constitui uma característica fundamental do processo de ajustamento que se tem verificado na economia portuguesa ao longo dos últimos anos.

## Expansão das exportações prossegue embora a um ritmo mais moderado

As exportações de bens e serviços deverão crescer 3,6%, em média, ao longo do horizonte de projeção. Este crescimento é inferior ao observado nos últimos anos, refletindo a maturação do ciclo económico nos principais parceiros comerciais de Portugal e menores ganhos de quota em 2020-21 (Gráfico I.3.7).

Após um aumento de 3,6% em 2018, as exportações de bens e serviços deverão crescer 4,5% em 2019, não obstante a desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa. Esta evolução tem implícito ganhos adicionais de quota de mercado, associados às exportações de bens excluindo energéticos e de turismo, refletindo em larga medida o comportamento observado no primeiro trimestre de 2019.9

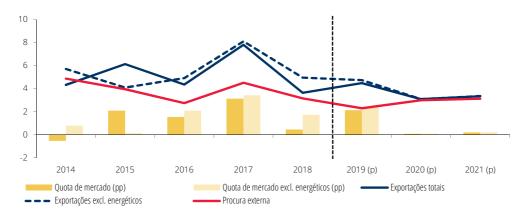
A evolução favorável das exportações de bens excluindo energéticos no primeiro trimestre foi extensível aos principais tipos de bens, destacando-se o aumento significativo das exportações de automóveis e, em menor grau, das exportações de produtos químicos. Esta evolução poderá ainda refletir alguma reversão de efeitos de natureza temporária que afetaram as exportações no

<sup>8.</sup> De acordo com o Índice de Preços de Habitação, o crescimento acumulado dos preços, em termos reais, no período 2014-18 ascendeu a cerca de 30%, encontrando-se num nível superior ao observado antes da crise financeira.

<sup>9.</sup> Em 2018, o menor ganho de quota de mercado refletiu em parte efeitos temporários que afetaram as exportações de bens energéticos.

segundo semestre de 2018, nomeadamente as paragens na produção em empresas dos setores automóvel e energético. Para os restantes trimestres do ano, antecipa-se alguma redução do dinamismo deste fluxo comercial. Com efeito, a carteira de encomendas para exportação na indústria transformadora mantém uma trajetória descendente desde o início de 2018 e as expetativas dos empresários relativamente a novas encomendas para exportação permanecem em níveis relativamente baixos por comparação com os últimos anos. Este comportamento deverá estar relacionado com o menor dinamismo da atividade e do comércio mundiais e com a incerteza acrescida quanto à possibilidade de intensificação das tensões protecionistas.

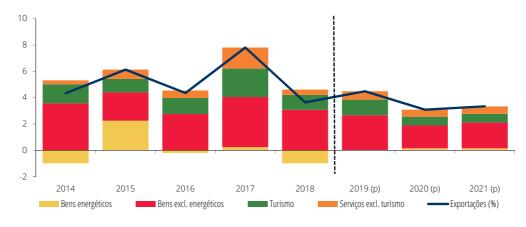
**Gráfico I.3.7** • Exportações de bens e serviços, procura externa e quota de mercado | Taxa de variação anual, em percentagem e variação, em pontos percentuais



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

Em 2020-21, o ritmo de crescimento das exportações deverá aproximar-se do antecipado para a procura externa dirigida à economia portuguesa, projetando-se ganhos de quota de mercado marginais, associados essencialmente à manutenção de um dinamismo na atividade turística ligeiramente superior ao da procura externa (Gráfico I.3.8). Após o crescimento significativo observado nos últimos anos, as exportações de turismo deverão abrandar em 2020-21, num contexto de recuperação de alguns destinos concorrentes.

**Gráfico I.3.8** • Contributos para taxa de variação anual das exportações de bens e serviços | Em pontos percentuais



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

A projeção para as exportações aponta para um aumento gradual do seu peso no PIB situando-se em 46% em 2021, em termos nominais, o que compara com o valor de 50% projetado para a área do euro.

#### Forte aumento das importações em 2019

As importações de bens e serviços deverão registar um crescimento acentuado em 2019 (8,0%, que compara com 4,9% em 2018), num quadro de ligeira desaceleração da atividade económica. Este comportamento está influenciado pelo forte aumento verificado no primeiro trimestre e é superior ao sugerido pela evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados, o que se traduz numa elasticidade acima da média histórica em 2019 (Gráfico I.3.9).

10 8 6 4 2 2014 2015 2016 2017 2018 2019 (p) 2020 (p) 2021 (p) Memo: 2019 T1 (p) Procura global ponderada Elasticidade (esc. dir.) Importações

**Gráfico I.3.9** • Importações, procura global ponderada e elasticidade | Taxa de variação anual, em percentagem e nível

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. A elasticidade é calculada como o rácio entre as taxas de crescimento das importações e da procura global ponderada pelos conteúdos importados.

O dinamismo das importações no primeiro trimestre de 2019 está associado ao forte crescimento das importações de bens excluindo energéticos, extensível aos vários tipos de bens. Adicionalmente, o comportamento das importações de bens energéticos no primeiro trimestre poderá refletir alguma compensação de efeitos negativos que condicionaram a produção no setor energético nos primeiros meses do ano.

Em 2020-21 as importações deverão abrandar para um crescimento médio de 4,3%, retomando uma evolução mais próxima da procura global ponderada, tendo em conta os padrões médios observados no passado (elasticidade de 1,6 em média no período 1999-2018). Em 2021, o peso das importações no PIB, em termos nominais, deverá situar-se em 48% o que compara com cerca de 46% para a área do euro, de acordo com as projeções mais recentes.

## Continuação do aprofundamento do grau de abertura da economia portuguesa

A evolução projetada para os fluxos comerciais traduz-se na manutenção da trajetória ascendente do grau de abertura da economia portuguesa ao longo do horizonte, com o peso das importações no PIB, em termos nominais, a ultrapassar o das exportações a partir de 2019 (Gráfico I.3.10). O aumento do grau de internacionalização, através do crescimento robusto das exportações, teve

um papel crucial no processo de ajustamento da economia portuguesa e continua a suportar a expansão da atividade no horizonte de projeção. Não obstante, num contexto de incerteza e riscos descendentes sobre o enquadramento internacional, o facto de Portugal ser atualmente uma economia mais aberta implica que está mais suscetível à desaceleração da economia mundial e a outros choques externos. Note-se que quando comparado com outras economias com características semelhantes (como a dimensão e a localização, entre outras), o grau de abertura em Portugal é ainda relativamente baixo.<sup>10</sup>

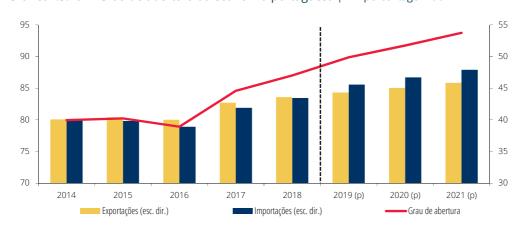


Gráfico I.3.10 • Grau de abertura da economia portuguesa | Em percentagem do PIB

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. O grau de abertura é calculado como a soma das exportações e das importações, em termos nominais, em percentagem do PIB.

## Diminuição da capacidade de financiamento da economia refletindo o saldo negativo da balança de bens e serviços

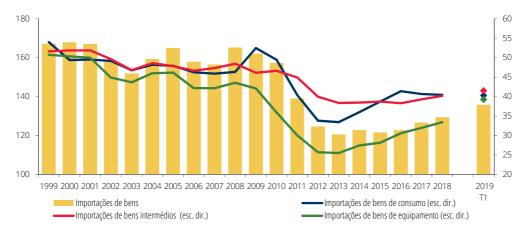
O maior dinamismo das importações face às exportações, observado em 2018 e que se acentuou no primeiro trimestre de 2019, teve um impacto negativo na capacidade de financiamento da economia portuguesa. Com efeito, após um período em que o excedente da balança corrente e de capital se situou em torno de 1,4% do PIB, assistiu-se a uma redução para 0,4% do PIB em 2018. Em 2019, antecipa-se uma nova redução do saldo da balança corrente e de capital para 0,1% do PIB. Esta evolução está em larga medida associada ao aumento do défice da balança de bens em 2018 e 2019.

Considerando uma perspetiva mais longa, verifica-se que a redução muito significativa do défice da balança de bens no período 2011-16 refletiu uma evolução mais contida das importações dos principais tipos de bens, num quadro de crescimentos robustos das exportações. Com efeito, as importações (em percentagem das exportações) registaram uma redução expressiva neste período, destacando-se o caso dos bens de equipamento e de consumo (Gráfico I.3.11). É importante referir que o comportamento das importações neste período foi condicionado pelas quedas acentuadas da procura interna em 2011-13. Em 2017-18 a tendência inverteu-se, tendo-se observado um aumento do défice da balança de bens, decorrente do aumento das importações (em relação às exportações). O défice da balança de bens acentuou-se no final de 2018 e início de 2019, para

<sup>10.</sup> Para mais detalhes, ver a caixa "Grau de abertura da economia portuguesa: evolução recente e perspetivas", no Boletim Económico de junho de 2017.

o que contribuiu o forte crescimento das importações de bens de equipamento<sup>11</sup> num contexto de aumento significativo do investimento produtivo. Não obstante o forte aumento das importações, o défice da balança de bens encontra-se abaixo dos níveis observados antes da crise financeira global.





Fonte: INE. | Notas: As importações de combustíveis (em percentagem das exportações totais) não foram incluídas no gráfico dado o seu menor peso (19% em média no período de 1999-2018) e por serem fortemente influenciadas por efeitos de preço. No primeiro trimestre de 2019, a evolução das importações de bens de equipamento é influenciada, em parte, pela aquisição de aeronaves em regime de locação operacional (operação não contabilizada na balança de bens). Excluindo este efeito, o nível das importações de bens de equipamento (em percentagem das exportações) no primeiro trimestre de 2019 situa-se em 35%.

Por sua vez, o excedente da balança de serviços tem vindo a registar um aumento progressivo (de 2,1% do PIB em 1999 para 8,3% do PIB em 2018), que se deverá manter ao longo do horizonte de projeção, ainda que a um ritmo menor. No entanto, estes desenvolvimentos não são suficientes para compensar a evolução do saldo de bens, traduzindo-se numa deterioração gradual da balança de bens e serviços para valores negativos a partir de 2019. Tal contrasta com a situação observada nos últimos anos, a qual constituiu um dos elementos importantes do processo de ajustamento da economia portuguesa.

A deterioração da balança de bens e serviços deverá ser acompanhada por uma melhoria dos saldos das balanças de rendimentos e de capital, refletindo a perspetiva de aumento dos recebimentos de fundos europeus no horizonte de projeção, uma vez que até 2018 estes ficaram ligeiramente aquém do observado no anterior ciclo de apoios em igual fase do período de programação. <sup>12</sup> Adicionalmente, a evolução do saldo das balanças de rendimentos beneficia da manutenção de taxas de juro baixas e da trajetória de redução dos juros da dívida pública. Em 2021, o saldo da balança de capital será afetado positivamente por um efeito extraordinário, associado à devolução por parte do Fundo Europeu de Estabilização Financeira de montantes pagos por Portugal no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. Neste contexto, a capacidade de financiamento da economia portuguesa, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital, deverá estabilizar em média ao longo do horizonte de projeção em torno de 0,2% do PIB (Gráfico I.3.12).

<sup>11.</sup> Os dados do comércio internacional incluem a exportação e importação de aeronaves em regime de locação operacional. No entanto, este tipo de operações não é contabilizado na balança de bens. A exclusão destas aquisições das importações de bens de equipamento não altera de forma significativa as conclusões

<sup>12.</sup> Para uma análise mais aprofundada, ver a caixa "Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva", no *Boletim Económico* de março de 2019.

6 4 2 -2 -4 2014 2015 2016 2017 2018 2019 (p) 2020 (p) 2021 (p) ■ Balança de bens e serviços Balança de rendimento primário Balança de rendimento secundário ■ Balança de capitais Balança corrente e de capital

Gráfico I.3.12 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB

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

#### Constrangimentos a um maior crescimento da atividade económica

A evolução projetada para a atividade no período 2019-21 reflete a maturação do ciclo económico, com a redução dos recursos disponíveis no mercado de trabalho e no mercado do produto, e constrangimentos a um maior crescimento potencial.

A capacidade de oferta sustentada numa economia – ou o PIB potencial – é determinada pela quantidade e qualidade dos fatores produtivos e pela produtividade total desses fatores. Durante a crise financeira e a crise das dívidas soberanas da área do euro, observou-se uma queda muito significativa da procura agregada e da procura de trabalho e um aumento acentuado da taxa de desemprego, tendo-se gerado uma elevada subutilização quer dos recursos disponíveis no mercado de trabalho quer da capacidade produtiva instalada. A recuperação económica ao longo dos últimos anos tem sido caraterizada por um forte crescimento do emprego e por um aumento da utilização da capacidade produtiva. Estima-se que esta evolução tenha determinado um crescimento da economia portuguesa superior àquele que é estimado para o produto potencial, não obstante a elevada incerteza associada às estimativas para o crescimento potencial de uma economia (Gráfico I.3.13). Neste sentido, a generalidade das medidas de hiato do produto, definido como o diferencial entre o produto real observado e o produto potencial, sugerem que este se encontra em valores positivos desde final de 2017, após um período longo em que registou valores particularmente negativos.

Ao longo do horizonte de projeção, o produto potencial na economia portuguesa deverá crescer em torno de 1,6%. Este crescimento é próximo das estimativas disponíveis para a área do euro, o que não permite antecipar progressos significativos na convergência real a médio prazo. <sup>13</sup> Tal reflete os importantes constrangimentos a um maior crescimento potencial que persistem na economia portuguesa, dos quais se destacam a evolução demográfica adversa, o elevado nível de endividamento dos setores privado e público, os níveis reduzidos de capital por trabalhador e o ainda baixo nível de escolaridade por comparação com os países da União Europeia.

As estimativas para o crescimento potencial da área do euro correspondem às publicadas por instituições internacionais: Comissão Europeia (Spring 2019 European Economic Forecast), OCDE (May 2019 Economic Outlook) e FMI (Euro Area Policies, Article IV Consultation, July 2018).



Gráfico I.3.13 • PIB e PIB potencial | Taxa de variação, em percentagem

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. As medidas utilizadas para o cálculo do produto potencial são: filtro Hodrick-Prescott, filtro Baxter e King, filtro Christiano e Fitzgerald, cálculos com base na função de produção Cobb-Douglas e cálculos com base num modelo de componentes não observadas. Para uma descrição detalhada das medidas do produto potencial ver: Tema em destaque "Produto potencial: desafios e incertezas", *Boletim Económico*, dezembro de 2017; Duarte, Maria e Sazedj (2019), "Produto potencial: como compara Portugal com a área do euro ao longo dos últimos 40 anos?", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. V, n.º 2 e Braz, Campos e Sazedj (2019), "A nova metodologia do SEBC para o cálculo dos saldos orçamentais ajustados do ciclo: uma aplicação ao caso português", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. V, n.º 2.

Com base numa função de produção Cobb-Douglas, estima-se que o crescimento do produto potencial no período 2019-21 em Portugal beneficie de contributos positivos mas gradualmente menores do fator trabalho e de acréscimos progressivos da produtividade total dos fatores, em particular provenientes do aumento da acumulação de capital humano. <sup>14</sup> O contributo do *stock* de capital deverá ser positivo mas reduzido, o que reflete um nível de investimento apenas ligeiramente superior ao necessário para compensar a depreciação do capital instalado, num contexto de quedas muito acentuadas do investimento durante o período de crise.

## Crescimento moderado do emprego ao longo do horizonte de projeção

Ao longo do horizonte de projeção antecipa-se que o emprego continue a aumentar, embora a um ritmo progressivamente mais moderado, refletindo a maturação do ciclo económico e o aumento das restrições ao nível da oferta de trabalho. De acordo com os dados das Estimativas mensais de emprego e desemprego do INE, o emprego aumentou 1,4% em termos homólogos no primeiro trimestre, o que representa uma taxa mais moderada do que as registadas no passado recente, e a taxa de desemprego situou-se em 6,5%, registando um novo mínimo desde o início de 2003. Para 2019 projeta-se um crescimento do emprego de 1,3%, seguido de crescimentos de 0,8% e de 0,4% em 2020 e 2021, respetivamente, sendo esta desaceleração comum ao setor privado e ao setor público. A trajetória de redução da taxa de desemprego deverá manter-se ao longo do horizonte de projeção, embora a um ritmo mais moderado do que o observado nos últimos anos, antevendo-se uma taxa de 5,3% em 2021.

A evolução esperada para o emprego está associada à diminuição do número de desempregados e, em menor grau, ao aumento da população ativa (Gráfico I.3.14). De acordo com o indicador da

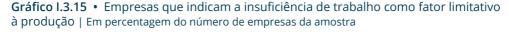
taxa de subutilização do trabalho calculado pelo INE<sup>15</sup>, o perfil de queda tem sido superior ao da taxa de desemprego, sugerindo que a margem de crescimento do emprego por incorporação de desempregados ou de indivíduos inativos, mas vinculados ao mercado de trabalho, se reduziu no período mais recente. Esta evidência é corroborada pelo indicador disponível para o hiato do desemprego, definido como o diferencial entre a taxa de desemprego observada e a taxa de desemprego tendencial (NAWRU<sup>16</sup>), que aponta para um valor negativo a partir de 2018.

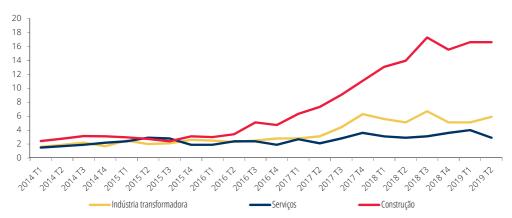
3.5 3,0 25 2,0 1.5 1,0 0,5 0.0 -0,5 -1.0 -1.5 2020 (p) 2014 2015 2016 2017 2018 2019 (p) 2021 (p) ■ Taxa de desemprego População ativa Emprego (%)

Gráfico I.3.14 • Contributos para a taxa de variação anual do emprego | Em pontos percentuais

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. O emprego é medido em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

Adicionalmente, os Inquéritos de Opinião da Comissão Europeia revelam que a percentagem de empresas que indica a insuficiência de trabalho como fator limitativo à produção aumentou desde o início de 2017, em particular na construção e na indústria (Gráfico I.3.15).





Fonte: Comissão Europeia.

<sup>15.</sup> A taxa de subutilização do trabalho agrega a população desempregada, o subemprego de trabalhadores a tempo parcial, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis e os inativos disponíveis mas que não procuram emprego.

<sup>16.</sup> NAWRU é o acrónimo para Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment. Para mais detalhes sobre o método de cálculo da NAWRU ver Duarte et al. (2019).

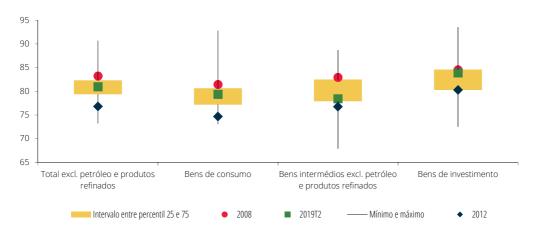
Relativamente à população ativa, projeta-se a manutenção de variações ligeiramente positivas ao longo do horizonte. Não obstante a evolução demográfica desfavorável, a população ativa deverá continuar a beneficiar do regresso ao mercado de trabalho de indivíduos desencorajados, ainda que a um ritmo inferior ao observado nos últimos anos, do aumento progressivo da esperança média de vida e da idade de reforma, do aumento da participação feminina e de saldos migratórios positivos, à semelhança do que ocorreu a partir de 2017 (Tema em destaque "As alterações demográficas e a oferta de trabalho em Portugal").

No final do horizonte de projeção, o emprego deverá situar-se ainda num nível ligeiramente inferior ao observado no período imediatamente anterior à crise financeira internacional. No entanto, a taxa de emprego ultrapassará claramente o nível observado em 2008, o que traduz as quedas acentuadas da população ativa verificadas durante o período de recessão.

#### Aumento da produtividade do trabalho no período 2019-21

O aumento muito acentuado do emprego desde o início da recuperação da atividade económica não foi acompanhado por crescimentos do *stock* de capital. Efetivamente, o *stock* de capital diminuiu no período 2012-16 e registou variações marginais em 2017 e 2018, não obstante a recuperação significativa nas taxas de investimento durante os últimos anos. Esta evolução tem-se traduzido num aumento da utilização da capacidade produtiva instalada, que se encontra próxima dos níveis pré-crise (Gráfico I.3.16), e tem contribuído para a persistência de um baixo nível de capital por trabalhador.<sup>17</sup>

**Gráfico I.3.16** • Taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora | Em percentagem

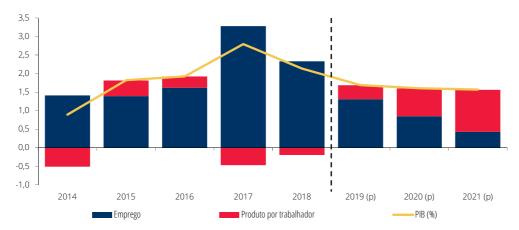


Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal. | Nota: O mínimo, o máximo e o intervalo referem-se ao período 2003 T1 a 2019 T2.

Ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se um aumento do produto por trabalhador (Gráfico I.3.17), refletindo a gradual recuperação e renovação do *stock* de capital produtivo, um processo por natureza lento, e a melhoria da afetação dos recursos na economia portuguesa, no seguimento de um processo de reorientação, ao longo dos últimos anos, para os setores mais expostos à concorrência

internacional. O aumento das qualificações médias da população e, em particular, o aumento dos anos de escolaridade da força de trabalho, deverá permitir aumentar a acumulação de capital humano e contribuir também para o aumento da produtividade ao longo dos próximos anos.

**Gráfico I.3.17 •** Contributo do produto por trabalhador e do emprego para a taxa de variação anual do PIB  $\mid$  Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. O emprego é medido em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais

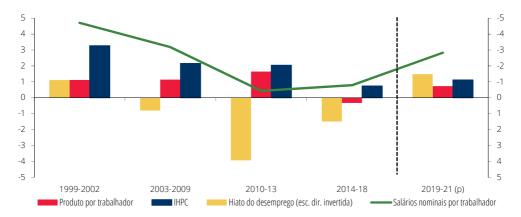
Neste contexto, o aumento do *stock* de capital, através de investimentos direcionados para os setores mais produtivos e de maior valor acrescentado, o aumento da escolaridade dos trabalhadores e a redução de um conjunto abrangente de custos de contexto são condições fundamentais para um crescimento económico sustentado e para o aumento da produtividade e do potencial de crescimento da economia. No entanto, a persistência de elevados níveis de endividamento, quer do setor privado quer do setor público, constituem uma condicionante a um crescimento mais forte do investimento nos próximos anos.

#### : Aceleração dos salários nominais

A redução dos recursos disponíveis no mercado de trabalho em Portugal tem-se refletido, tal como na área do euro, num maior crescimento dos salários no período mais recente. Ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se uma aceleração dos salários, num quadro de hiatos do desemprego negativos e de aumentos da produtividade do trabalho (Gráfico I.3.18). O crescimento dos salários em 2019 é influenciado, por um lado, pela atualização do salário mínimo, efeito que se desvanece em 2020, e, por outro, pela expetativa de uma evolução mais moderada dos preços. Por seu turno, a evolução dos salários no setor público inclui o descongelamento gradual das progressões salariais na administração pública (que teve início em 2018 e cujos efeitos se estendem ao longo do horizonte de projeção) bem como a hipótese técnica de atualização salarial na função pública em linha com a inflação em 2020-21.

<sup>18.</sup> De acordo com o Inquérito aos Custos do Contexto do INE os principais fatores de enquadramento desfavoráveis estão associados ao sistema judicial, aos licenciamentos e ao sistema fiscal.

**Gráfico I.3.18** • Salários nominais e produto por trabalhador, inflação e hiato do desemprego | Taxa de variação anual, em percentagem e nível, em pontos percentuais (em média, no período)

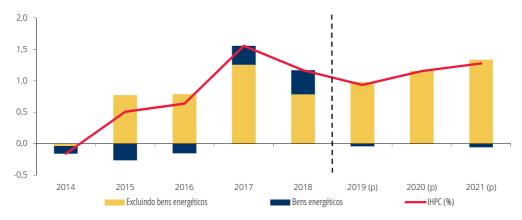


Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. O hiato do desemprego é definido como o diferencial entre a taxa de desemprego observada/projetada e a taxa de desemprego tendencial (NAWRU — Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment). Para mais detalhe sobre o método de cálculo da NAWRU ver Duarte et al. (2019).

## Evolução moderada dos preços não obstante alguma aceleração dos salários

A inflação, medida pela taxa de variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, deverá manter uma evolução contida ao longo do horizonte de projeção, diminuindo de 1,2% em 2018 para 0,9% em 2019 e aumentando gradualmente para 1,3% em 2021 (Gráfico I.3.19). O perfil projetado para a evolução dos preços tem implícito um aumento gradual da inflação excluindo energéticos ao longo do horizonte e variações marginalmente negativas dos preços dos bens energéticos, após os aumentos verificados nos dois últimos anos. Comparando com as projeções mais recentes para a área do euro 19, Portugal deverá manter um diferencial de inflação negativo face à área do euro ao longo do horizonte (em média, -0,3 pp).

Gráfico I.3.19 • Contributos para a taxa de variação anual do IHPC | Em pontos percentuais



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

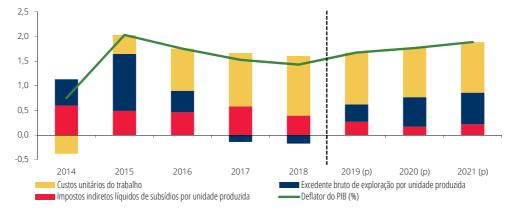
A evolução dos preços no consumidor em 2019 está condicionada por alguns fatores específicos de natureza temporária, nomeadamente o desvanecimento do efeito relativo aos aumentos muito significativos dos preços dos serviços relacionados com o turismo em 2017-18 e as reduções em alguns preços sujeitos a regulação.<sup>20</sup> Os valores já observados para 2019 corroboram a manutenção de uma inflação baixa, mesmo quando se excluem as componentes mais voláteis.

O crescimento contido dos preços no período 2019-21 reflete a manutenção de pressões inflacionistas relativamente moderadas. A nível externo, antecipa-se, por um lado, uma redução do preço do petróleo e, por outro, crescimentos dos preços de importação de bens excluindo energéticos e dos preços das matérias-primas não energéticas superiores aos observados, em média, nos últimos anos. A depreciação do euro implícita nas hipóteses de enquadramento em 2019 deverá também contribuir para o aumento dos preços externos avaliados em euros.

A nível interno, o crescimento dos custos unitários de trabalho deverá estabilizar em torno dos 2% ao longo do horizonte, antecipando-se um aumento gradual da produtividade. A transmissão dos salários para os preços poderá ser mais limitada, num contexto de abrandamento da atividade económica e de expetativas de inflação ancoradas em níveis moderados. Com efeito, as expetativas de inflação divulgadas em maio pela Consensus Economics fixaram-se em 1% para 2019 e 1,4% para 2020, tendo sido sucessivamente revistas em baixa desde o início do ano. A ligação mais fraca entre a evolução dos salários e a inflação é também visível na área do euro, existindo alguma evidência de que este fenómeno possa ocorrer num cenário prolongado de inflação baixa.<sup>21</sup>

A evolução das margens de lucro poderá ser um fator adicional a ter em consideração na avaliação do canal de transmissão dos custos salariais para os preços. Num cenário em que o aumento dos custos laborais é absorvido pelas empresas através da redução das margens de lucro, é possível que não se observem efeitos nos preços. Neste contexto, refira-se alguma evidência de compressão das margens de lucro, medidas pelo excedente de exploração por unidade produzida, nos últimos dois anos. Ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se uma recuperação gradual das margens de lucro, o que deverá contribuir para a trajetória de aceleração projetada para o deflator do PIB (Gráfico I.3.20).

**Gráfico I.3.20 •** Contributos para a taxa de variação anual do deflator do PIB | Em pontos percentuais



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

<sup>20.</sup> Encontram-se nesta categoria os preços dos manuais escolares, da eletricidade e dos serviços de transporte de passageiros.

<sup>21.</sup> Para mais detalhes, ver Bobeica, E., Ciccarelli, M. and Vansteenkiste, I., 2019. "The link between labor cost and price inflation in the euro area," Working Paper Series 2235, Banco Central Europeu.

#### **4** Incerteza e riscos

As projeções apresentadas neste boletim representam o cenário mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses apresentado no Capítulo 2. Este cenário pode ser afetado pela materialização de um conjunto de riscos e incertezas que impliquem desvios face às hipóteses assumidas ou a ocorrência de eventos que, pela sua natureza idiossincrática, não foram considerados nas projeções. A análise quantificada dos riscos e da incerteza em torno da projeção é apresentada de seguida.

## Riscos descendentes para a atividade e riscos ligeiramente ascendentes para a inflação

O conjunto de riscos identificados está em larga medida associado ao enquadramento internacional. Os riscos considerados incluem a possibilidade do impacto negativo das tarifas sobre os fluxos de comércio ser superior ao projetado, das tensões comerciais entre a China e os Estados Unidos se intensificarem e das barreiras comerciais aplicadas pelos Estados Unidos aos produtos oriundos da União Europeia e do Japão aumentarem, nomeadamente no que diz respeito aos automóveis. Adicionalmente, persiste o risco de um agravamento das tensões geopolíticas, em particular no Médio Oriente e especialmente entre os Estados Unidos e o Irão. Estes riscos poderão condicionar negativamente a evolução do comércio e da atividade globais e conduzir a uma diminuição da confiança e a um aumento da aversão ao risco, traduzindo-se no adiamento de investimentos. Foi ainda incluído o risco associado à possibilidade de uma saída do Reino Unido da União Europeia sem acordo. A caixa 3 apresenta os resultados da simulação deste cenário alternativo, quantificando os impactos face ao cenário central.

Ao nível da área do euro consideraram-se riscos associados a um recrudescimento da turbulência nos mercados financeiros e a um aumento de incerteza política em Itália, com possibilidade de um maior contágio a outros países da união monetária face ao observado em 2018, no atual contexto de maturação do ciclo económico. Em sentido contrário, foi identificado um risco ascendente para a atividade relacionado com a possibilidade de ocorrência de desenvolvimentos mais positivos, num contexto de dissipação de incertezas com impacto favorável sobre o sentimento económico.

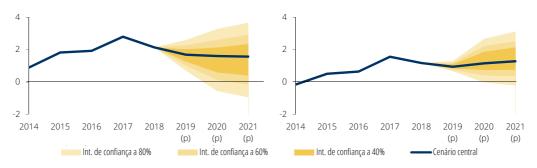
Relativamente à evolução dos preços no horizonte de projeção considerou-se um risco associado à possibilidade de desancoragem das expectativas de inflação refletindo o atual cenário de inflação baixa e de redução das expectativas de inflação no período recente. Adicionalmente, foi identificado a nível interno um risco relativo à possibilidade de aumento do salário mínimo em 2020 e 2021.

A maioria dos riscos identificados traduz-se na possibilidade da evolução da procura externa dirigida à economia portuguesa ser mais desfavorável do que o considerado na projeção. No que diz respeito ao preço do petróleo e às taxas de juro de longo prazo, os riscos mencionados implicam níveis superiores aos antecipados no cenário central. Por último, a possibilidade de aumento do salário mínimo traduz-se numa evolução superior ao projetado para os salários em 2020-21.

A combinação dos riscos acima referidos implica riscos em baixa para o crescimento do PIB, em particular em 2020, e riscos ligeiramente em alta para a inflação, em particular em 2020-21 (Gráfico I.4.1 e gráfico I.4.2).

**Gráfico I.4.1** • Produto interno bruto | Taxa de variação, em percentagem

**Gráfico I.4.2** • Índice harmonizado de preços no consumidor | Taxa de variação, em percentagem



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

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

#### 5 Conclusões

As atuais projeções apontam para a continuação do processo de expansão da economia portugue-sa no período 2019-21, embora a um ritmo inferior ao observado nos últimos anos. Esta evolução assenta no crescimento do consumo privado, no dinamismo da FBCF, em particular da componente empresarial, e no aumento das exportações. À semelhança do observado em 2018, ao longo do horizonte de projeção o contributo da procura interna para o crescimento do PIB será superior ao contributo das exportações. Este padrão de crescimento traduz-se num saldo negativo da balança de bens e serviços a partir de 2019, após um período relativamente longo de saldos positivos. Esta evolução exige uma atenção particular, uma vez que o endividamento externo da economia portuguesa permanece num nível elevado e constitui uma das suas principais vulnerabilidades latentes.

O crescimento projetado para a atividade económica ao longo do horizonte reflete a maturação do ciclo económico e constrangimentos a um maior crescimento potencial. A maturação do processo de expansão é também extensível à área do euro, antecipando-se crescimentos na economia portuguesa ligeiramente superiores, em média, às estimativas disponíveis para a área do euro. Não obstante esta evolução, no final do horizonte de projeção o PIB *per capita* em Portugal continuará a situar-se próximo de 60% da média do PIB *per capita* da área do euro, valor ligeiramente inferior ao observado no início da união monetária.

Neste quadro, torna-se crucial que sejam criadas condições para um aumento do potencial de crescimento da economia portuguesa, em particular tendo em conta os riscos colocados pelos elevados níveis de endividamento e os desafios associados à evolução demográfica, aos baixos níveis de capital por trabalhador e de qualificação da mão-de-obra e às debilidades no funcionamento de mercados, que conduziram a afetações ineficientes de recursos no passado.

O aumento do crescimento potencial da economia portuguesa dependerá da criação de condições que promovam o aumento da produtividade, através de uma melhor afetação de recursos, do bom funcionamento dos mercados do produto e de trabalho e da aposta no capital humano e na inovação. Exigirá, por outro lado, que sejam adotadas medidas para mitigar o impacto macroeconómico da redução e do envelhecimento da população.

Só com o aumento do potencial de crescimento da economia será possível a aproximação aos níveis de rendimento médios europeus e assegurar a manutenção de um perfil ascendente do consumo privado e uma maior acumulação de capital, sem comprometer a necessária redução do endividamento dos vários setores da economia.

### **Caixa 1 •** O impacto do programa de aquisição de obrigações de dívida soberana nas taxas de juro de longo prazo na área do euro

O objetivo do programa de aquisição de obrigações de dívida soberana (PSPP), anunciado pelo Conselho do BCE em janeiro de 2015, foi proporcionar um grau adicional de acomodação monetária consistente com a situação e as expetativas macroeconómicas então prevalecentes, de forma a conduzir a taxa de inflação para o objetivo de estabilidade de preços.<sup>22</sup> As aquisições líquidas de títulos de dívida soberana decorreram até ao final de dezembro de 2018. Nesta data, o Eurosistema detinha em balanço cerca de 2,1 biliões de euros de títulos de dívida soberana, correspondendo a 18,2% do PIB da área do euro. Em dezembro de 2018, o Conselho do BCE decidiu cessar as compras líquidas no âmbito do programa de compra de ativos do Eurosistema (que inclui o PSPP e outros programas de aquisição de títulos do setor privado), mas anunciou que continuaria a reinvestir na totalidade os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos neste âmbito.

Concomitantemente com a adoção deste conjunto de políticas, assistiu-se a uma redução continuada das taxas de juro de dívida soberana na área do euro. Embora a relação causal entre a política monetária não convencional e as taxas de juro soberanas seja muito difícil de estabelecer, existe já um acervo significativo de estudos que procuram avaliar esse efeito. As estimativas desses trabalhos procuram quantificar o impacto do anúncio do programa de compras (e de posteriores recalibrações), que resulta de mecanismos de sinalização e antecipação de efeitos, e o impacto relacionado com o efeito quantitativo nos mercados proveniente das compras efetivas, que decorre fundamentalmente da absorção de parte do risco de duração que teria que ser suportado por investidores privados.<sup>23</sup>

As estimativas do impacto deste conjunto de programas de compras de títulos têm sido obtidas através de dois tipos genéricos de metodologias. Por um lado, recorrendo a modelos macroeconómicos que contenham alguns dos mecanismos que descrevem o impacto da compra de títulos soberanos na atividade e nos preços. Por outro lado, adotando uma perspetiva puramente empírica através de estudos de eventos em torno dos anúncios de política monetária e de análise de regressão com microdados ou com dados agregados.<sup>24</sup>

Esta caixa revisita o tema usando um método de natureza puramente empírica que procura responder à seguinte questão: na ausência de perturbações significativas no mercado de dívida soberana da área do euro, qual o efeito do PSPP na transmissão da política monetária às taxas de juro de longo prazo?

A metodologia recorre a dados de painel de dez países da área do euro, incorporando variáveis suscetíveis de influenciar as respetivas taxas de juro de dívida soberana.<sup>25</sup> As variáveis usadas servem como controlo para diferentes fatores afetando este mercado: a situação internacional (taxas de juro dos títulos do tesouro americanos a dez anos; o indicador de risco Vstoxx), a conjuntura económica de cada país (taxa de crescimento do PIB; dívida pública em percentagem do PIB, incluindo um termo quadrático; e um indicador que procura identificar situações de crise de dívida soberana<sup>26</sup>), bem como características invariantes de cada país. Uma especificação semelhante foi utilizada no Tema em destaque "Uma interpretação das baixas taxas de juro da dívida pública na área do euro",

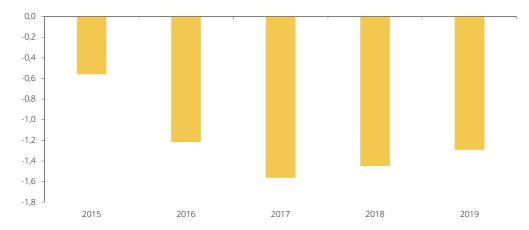
- 22. Ver Tema em destaque "Política monetária não convencional do BCE: o que foi feito e que impacto teve?", Boletim Económico, junho 2015.
- 23. Ver caixa 2 "Política monetária na área do euro: decisões recentes e perspetivas futuras", *Boletim Económico* outubro 2018 e Hammermann, F., K. Leonard, S. Nardelli e J. von Landesberger (2019), "Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases", ECB *Economic Bulletin*, March 2019.
- 24. Ver Tema em destaque "Política monetária não convencional do BCE: o que foi feito e que impacto teve?", Boletim Económico, junho 2015.
- 25. Os países incluídos na regressão foram Áustria, Alemanha, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Países Baixos e Portugal. A estimação foi efetuada para o período entre o início de 2000 e abril de 2019.
- 26. Este indicador é ativado quando o maior diferencial entre a taxa de juro a seis meses dos países incluídos na amostra é superior a 200 pontos base. Ver Tema em destaque "Uma interpretação das baixas taxas de juro da dívida pública na área do euro", *Boletim Económico*, dezembro de 2015.

publicado no *Boletim Económico* de dezembro de 2015, que visava estimar o contributo de um conjunto de fatores macroeconómicos para a determinação dos níveis de taxa de juro da dívida pública nos vários países da área do euro. Para efeitos da análise nesta caixa, incluíram-se na especificação duas variáveis relacionadas com o programa de compra de dívida soberana: o fluxo de compras líquidas em cada mês e o *stock* de títulos detidos em cada momento.

Esta metodologia permite, então, calcular o efeito direto das compras do PSPP nas taxas de juro da dívida soberana para o conjunto dos países em análise. A especificação impõe que este efeito seja idêntico em todos os países. Note-se que a metodologia não permite captar os efeitos indiretos exercidos por outros mecanismos distintos daqueles já considerados através das variáveis explicativas do modelo. Neste sentido, os resultados devem ser interpretados com cautela, tendo também presente a variabilidade das estimativas disponíveis noutros estudos.

Os resultados obtidos com esta metodologia podem ser observados no gráfico C1.1, que apresenta o impacto do PSPP nas taxas de juro a dez anos de títulos de dívida pública. De acordo com esta métrica, no seu início o programa terá contribuído para diminuir as taxas de juro longas na área do euro em cerca de 60 pb. Em 2019, o impacto do programa sobre as taxas de juro longas na área do euro ascendia a cerca de 130 pb, um efeito associado ao *stock* de títulos de dívida soberana detidos pelo Eurosistema.

**Gráfico C1.1** • Impacto do PSPP nas taxas de juro a 10 anos de títulos de dívida pública da área do euro | Em pontos percentuais



Nota: Valores médios anuais. A média de 2015 corresponde ao período entre março e dezembro. A média de 2019 corresponde aos quatro primeiros meses do ano.

Os valores anteriores sugerem que o PSPP teve impactos significativos na redução das taxas de juro de longo prazo da dívida pública dos países da área do euro. A magnitude desses efeitos é comparável às encontradas em estudos com outros tipos de metodologias.<sup>27</sup>

De acordo com a comunicação do Conselho do BCE, o Eurosistema manterá o atual nível da carteira de títulos de dívida soberana por um período prolongado, mesmo após um eventual início de subida de taxas de juro da política monetária. Deste modo, é fundada a expetativa de que continuará a ser exercida uma pressão descendente e persistente sobre as curvas de rendimento soberanas na área do euro, incluindo em Portugal, nos próximos anos.

<sup>27.</sup> Veja-se Praet, P. (2018), "Assessment of quantitative easing and challenges of policy normalization", março 2018, disponível em https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180314\_2.en.html.

#### Caixa 2 • Perspetivas orçamentais de médio prazo

Em abril passado, o Governo procedeu à atualização do Programa de Estabilidade para o período de 2019 a 2023 (PE2019-23). Esta caixa apresenta a estratégia orçamental delineada no PE2019-23, enfatizando as principais implicações em termos do cumprimento dos compromissos assumidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC).

#### Melhoria significativa do saldo orçamental e do rácio da dívida pública entre 2019 e 2023

O PE2019-23 prevê que o saldo orçamental registe um aumento de 1,2 pp do PIB, de -0,5% em 2018 para 0,7% do PIB em 2023 (Quadro C2.1). No que respeita a 2019, não obstante o facto de os resultados orçamentais de 2018 terem sido melhores do que o previsto no Orçamento do Estado para 2019, o PE2019-23 manteve inalterado em -0,2% do PIB o objetivo para o saldo das administrações públicas fixado nesse documento. Face ao OE2019, assume-se agora que as medidas temporárias terão um impacto orçamental mais adverso este ano (em particular, dada a revisão em alta da injeção de capital pelo Fundo de Resolução no Novo Banco, já realizada), enquanto o contributo cíclico permanece aproximadamente neutro. Adicionalmente, embora não tenham sido apresentadas novas medidas de política, foram ligeiramente revistos os efeitos das medidas incluídas no OE2019, resultando num impacto orçamental mais adverso.

Quadro C2.1 • Principais indicadores orçamentais | Em percentagem do PIB

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Variação 2018-23
Saldo total das administrações públicas	-0,5	-0,2	0,3	0,9	0,7	0,7	1,2
Excluindo medidas temporárias	0,2	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5
Despesa em juros	3,5	3,3	3,0	2,9	2,7	2,7	-0,8
Saldo primário	3,0	3,1	3,3	3,8	3,4	3,4	0,4
Excluindo medidas temporárias	3,7	3,7	3,6	3,5	3,4	3,4	-0,3
Saldo estrutural (% do PIB potencial)	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Variação	1,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	_
Saldo primário estrutural (% do PIB potencial)	3,3	3,3	3,3	3,2	3,0	3,0	-0,3
Variação	0,8	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	_
Dívida pública	121,5	118,6	115,2	109,0	103,7	99,6	-21,9
Por memória:							
Componente cíclica do saldo	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,0
Medidas temporárias	-0,7	-0,6	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,7

Fontes: INE e Ministério das Finanças.

No remanescente do horizonte, o PE2019-23 assume a continuação da melhoria gradual do saldo das administrações públicas, em particular quando excluído o impacto de medidas temporárias²8. Esta evolução é explicada pela redução significativa do peso da despesa no PIB, em particular pelas diminuições esperadas nos encargos com juros e nas despesas de capital não relacionadas com o investimento público (Quadro C2.2). No último caso, importa destacar que a redução verificada decorre, em larga medida, da diminuição significativa dos encargos com o apoio ao sistema financeiro ao longo do horizonte. No que se refere às despesas com pessoal e com transferências para as famílias, espera-se um crescimento inferior ao do PIB nominal, não obstante o descon-

<sup>28.</sup> O PE2019-2023 inclui medidas temporárias com impactos significativos no sentido da deterioração do saldo nos anos de 2019 a 2021. Estes impactos dizem essencialmente respeito aos efeitos da ativação do mecanismo de capitalização contingente acordado no contexto da operação de alienação do Novo Banco. Em 2021, o respetivo efeito é mais do que compensado pela receita extraordinária relacionada com a devolução de montantes pagos aquando do recebimento das primeiras tranches dos empréstimos do FEEF. Em 2022 e 2023, não estão previstas no PE2019-23 medidas temporárias.

gelamento das promoções e progressões na administração pública (com efeitos atualmente ao longo de todo o horizonte) e os aumentos da despesa com prestações sociais (em 2021 e 2022). Note-se que o investimento público é a única componente da despesa para a qual se prevê um aumento em rácio do PIB entre 2019 e 2023, esperando-se, ainda assim, que permaneça no final do horizonte aquém do observado no período anterior à crise. Por seu turno, o PE2019-2023 perspetiva uma diminuição do rácio da receita no PIB, muito associada à redução da receita fiscal e contributiva. Esta evolução tem subjacente o impacto líquido de duas medidas que já estavam incluídas na anterior atualização do Programa. Em particular, prevê-se uma medida de redução da tributação sobre o rendimento e o património das famílias, com impacto de 2021 em diante, cujo efeito é ligeiramente inferior ao impacto acumulado do corte de benefícios fiscais em sede de impostos sobre a produção e a importação.

**Quadro C2.2 •** Conta das administrações públicas em Contabilidade Nacional | Em percentagem do PIB

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Variação 2018-23
Receita total	43,5	43,8	43,7	43,9	43,2	43,0	-0,5
Receita corrente	43,1	43,2	43,1	42,9	42,7	42,5	-0,6
Impostos sobre o rendimento e património	10,4	10,2	10,1	10,0	10,0	9,9	-0,5
Impostos sobre a produção e a importação	15,3	15,3	15,2	15,2	15,1	15,0	-0,3
Contribuições sociais	11,8	11,9	12,0	12,0	12,0	12,0	0,2
Outras receitas correntes	2,1	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	0,1
Vendas	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	-0,1
Receitas de capital	0,4	0,6	0,6	1,0	0,5	0,5	0,1
Despesas totais	44,0	43,9	43,4	43,0	42,6	42,4	-1,6
Despesa corrente	40,8	40,7	40,3	39,8	39,5	39,2	-1,6
Transferências correntes	21,1	21,2	21,2	21,1	21,0	20,9	-0,2
p/a famílias	18,2	18,3	18,3	18,2	18,1	18,0	-0,2
p/a empresas	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0
outras	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	0,0
Juros	3,5	3,3	3,0	2,9	2,7	2,7	-0,8
Despesas com pessoal	10,8	10,8	10,7	10,6	10,5	10,4	-0,4
Consumo intermédio	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	0,0
Despesas de capital	3,2	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	-0,1
Formação bruta de capital fixo	2,0	2,1	2,3	2,5	2,6	2,6	0,6
Outra despesa de capital	1,2	1,1	0,7	0,6	0,5	0,5	-0,7
Saldo total	-0,5	-0,2	0,3	0,9	0,7	0,7	1,2

Fontes: INE e Ministério das Finanças.

O PE19-23 perspetiva que a dívida pública permaneça numa trajetória descendente, reduzindo-se de 121,5% do PIB no final de 2018 para 99,6% em 2023 (Quadro C2.1). O principal contributo para esta redução advém da manutenção de excedentes primários significativos (Gráfico C2.1). Adicionalmente, antecipa-se que a taxa de crescimento do PIB nominal permaneça acima da taxa de juro implícita, dando igualmente um contributo para a redução do rácio da dívida.

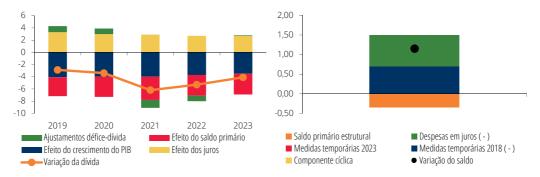
## Melhoria moderada do saldo total estrutural, não obstante a orientação ligeiramente expansionista da política orçamental

O Conselho das Finanças Públicas considerou como prováveis as perspetivas macroeconómicas para 2019 e 2020 incluídas no PE2019-23, mas classificou como otimista o cenário no restante horizonte, enfatizando os riscos descendentes. Ainda assim, o contributo do ciclo para os desenvolvimentos orçamentais neste período deverá ser neutro (Gráfico C2.2). Como referido atrás, a melhoria do saldo

orçamental ao longo do período do PE2019-23 assenta, em larga medida, no desvanecimento do impacto desfavorável de medidas temporárias e na continuação da tendência de diminuição do peso das despesas em juros no PIB. Deste modo, o saldo estrutural, ou seja, o saldo orçamental corrigido dos contributos do ciclo económico e de medidas temporárias, melhora apenas moderadamente entre 2019 e 2023 (0,4 pp do PIB potencial, em termos acumulados). O saldo primário estrutural, que exclui adicionalmente o efeito da evolução da despesa com juros, deverá registar uma ligeira deterioração no mesmo período, traduzindo-se numa orientação ligeiramente expansionista da política orçamental.

**Gráfico C2.1** • Contributos para a variação anual da dívida pública: 2019-23 | Em pontos percentuais do PIB

**Gráfico C2.2** • Contributos para a variação do saldo orçamental: 2019-23 | Em pontos percentuais do PIB



Fonte: Ministério das Finanças.

Fontes: Ministério das Finanças (cálculos do Banco de Portugal).

## Quanto aos requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento, a Comissão Europeia identifica riscos de desvio significativo no horizonte de previsão.

No quadro do mecanismo de supervisão orçamental da União Europeia, Portugal encontra-se atualmente sujeito à vertente preventiva do PEC. Nesse âmbito, foi estipulado que o saldo estrutural deverá convergir para o respetivo Objetivo de Médio Prazo (OMP) ao ritmo de, pelo menos 0,6 pp do PIB potencial por ano, em 2018 e 2019. Adicionalmente, o crescimento do agregado da despesa relevante para avaliação da regra da despesa não deverá exceder 0,2% em 2018 e 0,7% em 2019 (em termos nominais).

De acordo com as Previsões da Primavera da Comissão Europeia, Portugal cumpriu o requisito para a variação do saldo estrutural em 2018, com as estimativas a apontarem para um aumento de 0,9 pp do PIB face ao ano anterior. Quanto à regra da despesa será de antecipar a existência de um desvio significativo. No entanto, uma análise mais abrangente baseada na informação existente sobre as finanças públicas portuguesas sugere a não existência de um desvio significativo em 2018. Quanto a 2019, a Comissão Europeia prevê que o esforço orçamental permaneça aquém do exigido nos dois critérios, apontando riscos de desvio significativo, quer no que se refere à variação do saldo estrutural, quer à regra da despesa.<sup>29,30</sup>

<sup>29.</sup> Note-se que, no caso do requisito da variação do saldo estrutural, a avaliação conjunta da previsão para 2019 e dos resultados orçamentais de 2018 aponta para "algum desvio" (ou seja, um desvio inferior a 0,25% do PIB, em média, em cada um dos anos).

<sup>30.</sup> Refira-se que Portugal se encontra no segundo de um período transitório de três anos durante os quais deverá registar um ajustamento linear mínimo compatível com o cumprimento da regra da dívida de 2020 em diante. A variação do saldo estrutural em 2018 deverá ter permitido o cumprimento do ajustamento linear mínimo exigido durante o período de transição. Contudo, a Comissão Europeia prevê a existência de "algum desvio" mas não significativo em 2019 e, em 2020, a Comissão antecipa o não cumprimento do critério de redução da dívida por uma pequena margem.

# Evolução recente do rácio da dívida implicou uma revisão em baixa do Objetivo de Médio Prazo para o saldo estrutural em percentagem do PIB a partir de 2020

Até 2019, a apreciação da Comissão Europeia tem por referência um OMP correspondente a um excedente estrutural de 0,25% do PIB, fixado para o período de 2017 a 2019. De 2020 a 2022 aplica-se a Portugal um novo OMP, resultante da recente revisão dos OMP mínimos. Estes são regularmente revistos, a cada três anos, no seguimento da atualização das projeções subjacentes ao *Ageing Report*. No caso de Portugal, o novo OMP mínimo aplicável de 2020 a 2022 corresponde a um saldo estrutural de 0,0% do PIB. Este valor resulta do mais exigente dos três critérios seguintes:

- O minimum benchmark correspondente ao valor mínimo que assegura que o saldo orçamental permanece acima de -3 por cento do PIB ao longo do ciclo económico. A forma de cálculo deste indicador foi recentemente alterada pela Comissão Europeia com o objetivo de o tornar mais estável, menos sensível à ocorrência de valores extremos e mais correlacionado com as flutuações cíclicas idiossincráticas de cada Estado-Membro<sup>31</sup>. Em geral, incluindo no caso de Portugal, a nova fórmula de cálculo conduz a minimum benchmarks mais exigentes do que os subjacentes aos OMP mínimos fixados para 2017-19 com base na metodologia anterior.<sup>32</sup>
- O valor mínimo de um indicador de sustentabilidade que resulta de três fatores: o valor do saldo orçamental compatível com a estabilização do rácio da dívida em 60% do PIB; o esforço adicional que, no caso de países com rácios da dívida acima de 60% do PIB, assegura a convergência para esse valor; e o ajustamento necessário para compensar um terço do (valor atualizado do) aumento previsto para as despesas relacionadas com o envelhecimento demográfico.
- O valor mínimo de -1% do PIB no caso de Estados-Membros que pertencem à área do euro ou que participam no Mecanismo de Taxas de Câmbio II.

No caso de Portugal, dado o elevado nível da dívida pública, o critério mais exigente que tem determinado o valor do OMT mínimo é o indicador de sustentabilidade. Na mais recente atualização, este indicador aponta para um saldo estrutural de 0,13% do PIB, o que, aplicando a regra de arredondamento estabelecida no PEC, resulta num OMT mínimo de 0,0% do PIB (Quadro C2.3). A revisão em baixa do OMT mínimo resulta da recente redução do rácio da dívida pública, pese embora se verifique um agravamento do esforço necessário para compensar o aumento dos custos de envelhecimento.

No PE2019-23, o Governo fixou o OMP em 0,0%, adotando o valor do OMP mínimo calculado pela Comissão Europeia.<sup>33</sup> A materialização das perspetivas incluídas nesse documento implica que o saldo estrutural atinja o novo OMP já em 2019, assumindo-se a sua relativa estabilização desse ano em

- 31. Para cada país i, a margem de segurança face ao valor de -3% do PIB subjacente ao *Minimum Benchmark* é obtida como a média dos desvios-padrão das componentes cíclicas do saldo orçamental de cada país e da UE (calculada para o período de 1985 a 2017), multiplicada pelo valor médio de longo prazo do *minimum benchmark* da UE (1,2% do PIB). No sentido de evitar *minimum benchmark*s demasiado exigentes ou lenientes, o seu valor deverá estar entre -1,5 e -0,7% do PIB. Assim:  $-0,7 \ge MB_i \ge -1,5$ , com  $MB_i = -3 + 1,2 \cdot \frac{desv.padrão(\varepsilon_i*0G_i) + desv.padrão(\varepsilon_{UE}*0G_{UE})}{2}$ , onde as componentes cíclicas dos saldos orçamentais correspondem ao produto entre as semielasticidades e os hiatos do produto.
- 32. Note-se que, embora os OMP mínimos apenas sejam revistos a cada três anos, os minimum benchmarks podem ser reavaliados anualmente. No caso de Portugal, o minimum benchmark agora obtido com a nova metodologia (-1,3%) é mais exigente do que o que estava subjacente ao anterior OMP mínimo, fixado em 2016 para o período de 2017-2020 (-1,6%). No entanto, traduz-se num critério menos exigente quando comparado com o minimum benchmark calculado para 2019 (-1,0%).
- 33. O OMP mínimo calculado pela Comissão Europeia corresponde a um limite inferior para os OMP nacionais, fixados pelos governos dos Estados-Membros e incluídos nos respetivos Programas de Estabilidade ou Convergência.

diante.<sup>34</sup> Pelo contrário, as previsões da Primavera da Comissão Europeia apontam para que o saldo estrutural se situe em -0,5% do PIB em 2020, permanecendo, assim, aquém do novo OMP. Neste cenário, as Recomendações Específicas a Portugal aconselham que o MTO seja atingido efetivamente em 2020, o que implica um ajustamento estrutural adicional de 0,5 pp do PIB<sup>35</sup>.

**Quadro C2.3** • Atualização do Objetivo de Médio Prazo para o saldo orçamental em Portugal | Em percentagem do PIB

2017-2019 2020-2022

Minimum benchmark – Margem de segurança para saldo acima de -3%	(1)	-1,64 0,31	-1,30 0,13
Indicador de sustentabilidade das finanças públicas	(2) = (3)+(4)+1/3*(5)		
Saldo que estabiliza o rácio da dívida em 60%	(3)	-1,80	-1,71
Esforço adicional para garantir convergência do rácio da dívida para 60%	(4)	1,88	1,56
Ajustamento adicional para compensar custos do envelhecimento	(5)	0,68	0,86
Valor mínimo para Estados-membros da área euro ou do mecanismo de taxas de juro II	(6)	-1,00	-1,00
Máximo entre (1), (2) e (6)		0,31	0,13
OMT mínimo		0,25	0,00
OMT nacional		0,25	0,00

Fontes: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: O OMT mínimo corresponde ao valor máximo dos 3 critérios listados, arredondado para o 1/4 de ponto percentual imediatamente abaixo.

Em termos gerais, a estratégia apresentada no PE2019-23 implica uma melhoria do saldo orçamental e a continuidade do rácio da dívida numa trajetória descendente. A orientação da política orçamental é ligeiramente expansionista e a magnitude da redução do rácio da dívida assenta na manutenção de excedentes primários significativos e na materialização de um cenário macroeconómico otimista. Adicionalmente, a queda da despesa primária em rácio do PIB não é inteiramente explicada por medidas de contenção. Assim, a concretização da estratégia apresentada no PE2019-23 apresenta riscos não negligenciáveis, tal como referido pela Comissão Europeia na sua avaliação a este documento. Estes riscos são especialmente relevantes num contexto em que o nível de endividamento das administrações públicas se mantém um dos mais altos no conjunto da área do euro.

<sup>34.</sup> O saldo estrutural subjacente ao PE2019-23 foi recalculado pela Comissão Europeia e, neste caso, o novo OMP seria atingido em 2020.

<sup>35.</sup> O ajustamento estrutural de 0,5 pp do PIB em 2020 é compatível com um crescimento máximo de 1,5% no que se refere ao agregado da despesa relevante no âmbito da regra da despesa. A Comissão identifica riscos de desvio significativo em 2020, quer relativamente ao cumprimento da regra da despesa, quer ao critério da variação do saldo estrutural.

## Caixa 3 • O impacto na economia portuguesa de uma saída do Reino Unido da União Europeia sem acordo

O desfecho do processo de saída do Reino Unido da União Europeia (UE) permanece incerto. A incerteza envolve o momento da saída – a data foi adiada<sup>36</sup> – e a natureza das relações comerciais entre o Reino Unido e a UE a curto e médio prazo.<sup>37</sup> O processo pode inclusivamente ser revertido.<sup>38</sup> A possibilidade de que um acordo de saída não seja alcançado antes da nova data limite estabelecida (31 de outubro de 2019) permanece uma fonte de incerteza importante e um risco descendente para as projeções para a atividade económica apresentadas neste boletim.

Neste contexto, esta caixa apresenta estimativas dos possíveis efeitos sobre a economia portuguesa de um cenário de saída do Reino Unido da UE sem acordo. Esses efeitos são avaliados relativamente a um cenário de saída com acordo (*soft Brexit*), que é a hipótese subjacente às projeções apresentadas neste boletim. A generalidade das instituições internacionais tem igualmente optado por considerar esta hipótese nos seus exercícios de projeção.<sup>39</sup>

#### Cenário subjacente às projeções: saída do Reino Unido da UE com acordo

O cenário central de *soft Brexit* assume que o Reino Unido e a UE mantêm um elevado nível de acesso aos respetivos mercados de bens e serviços, após um período de transição gradual. Este resultado materializa-se após um período de incerteza elevada, refletida em prémios de risco elevados, no adiamento de decisões de investimento e de consumo, e num impacto negativo sobre a produtividade das empresas no Reino Unido. Este cenário pode emergir como resultado de vários desenvolvimentos políticos, incluindo um compromisso entre partidos, múltiplas votações no Parlamento que levam a uma eliminação de outras opções ou um novo referendo.

Neste cenário, o Reino Unido sai a 31 de outubro e inicia-se um período de transição que se prolonga até ao final de 2020<sup>40</sup>, durante o qual são negociados os detalhes da futura relação, com destaque para o acordo comercial.<sup>41</sup> Durante o período de transição, todo o conjunto de direitos e obrigações da UE continua a aplicar-se ao Reino Unido como se fosse um Estado-membro. Isto significa que o Reino Unido continua a participar na União Aduaneira da UE e no Mercado Único e em todas as políticas da União. O período de transição permite à UE e ao Reino Unido negociarem uma relação futura, dando tempo aos cidadãos e às empresas para se prepararem. Assume-se, neste cenário central, que a futura relação entre o Reino Unido e a UE se baseia num acordo de comércio livre, sem tarifas sobre as transações de mercadorias e cooperação a nível aduaneiro e regulatório mas com algumas restrições ao comércio de serviços.<sup>42</sup> Não se verifica uma fronteira física (*hard border*) entre a Irlanda do Norte e a República da Irlanda. Não se contempla a livre circulação de pessoas.

Neste contexto, alguns dos efeitos macroeconómicos do *Brexit* já estão considerados no cenário subjacente às projeções apresentadas neste boletim. O processo de saída já produziu efeitos percetíveis

- 36. O Conselho Europeu decidiu na sua reunião de 10 de abril de 2019, a pedido do governo britânico, o adiamento da data limite para a saída do Reino Unido da UE até 1 de novembro de 2019, o mais tardar. Se o acordo de saída for aprovado pelo Reino Unido e pela UE antes desta data, a saída ocorrerá no primeiro dia do mês seguinte. O Conselho Europeu avaliará os desenvolvimentos na sua reunião de junho de 2019.
- 37. As negociações sobre o relacionamento comercial futuro iniciam-se após a saída do Reino Unido da UE.
- 38. No final de 2018, o Tribunal de Justiça da UE considerou que seria possível uma revogação unilateral da notificação de intenção de abandonar a UE por parte do Reino Unido.
- 39. Veja-se FMI (*April 2019 World Economic Outlook*) e OCDE (*May 2019 Economic Outlook*). A Comissão Europeia adota a hipótese técnica de que as relações comerciais entre o Reino Unido e a UE se mantêm inalteradas no horizonte de projeção (*Spring 2019 European Economic Forecast*).
- 40. O acordo de saída prevê a possibilidade de prolongamento do período de transição por 1 ou 2 anos adicionais.
- 41. Serão também negociadas condições relativas a muitos outros aspetos da relação futura contemplados na declaração política (por exemplo, defesa, segurança, proteção de dados, pescas, etc.).
- 42. O acordo de comércio livre considerado assemelha-se ao estabelecido entre a UE e o Canadá em 2016 (Comprehensive Economic and Trade Agreement CETA).

sobre a economia britânica por via da depreciação cambial após o referendo e, mais recentemente, por via do aumento de incerteza e da diminuição da confiança dos agentes económicos.<sup>43</sup>

#### Cenário alternativo: saída sem acordo

No cenário alternativo de saída sem acordo, assume-se que o acordo de saída não é ratificado até 31 de outubro e que as relações comerciais entre a UE e o Reino Unido passam a reger-se pelas regras da Organização Mundial do Comércio a partir de 1 de novembro de 2019, com a fixação de barreiras tarifárias e não tarifárias. Neste cenário, não existe um período de transição mas considerou-se que o processo de saída é ordenado, sendo adotadas medidas de contingência de curto prazo para evitar o colapso das trocas comerciais e da circulação de pessoas e que a estabilidade financeira é salvaguardada. Assume-se que os acordos comerciais existentes entre a UE e os países não pertencentes à UE continuam acessíveis ao Reino Unido ou são substituídos rapidamente por acordos equivalentes.

A simulação deste cenário para a economia portuguesa foi feita em dois passos. No primeiro passo, considerou-se o impacto da saída sem acordo sobre o Reino Unido e o resto do mundo – face a um cenário de *soft Brexit* – tendo por base as simulações conduzidas pelo National Institute for Economic and Social Research (NIESR) usando o modelo NiGEM.<sup>44</sup> O cenário internacional simulado pelo NIESR considera os seguintes choques: reduções dos fluxos de comércio do Reino Unido com a UE associadas ao aumento das barreiras tarifárias e não tarifárias sobre essas trocas comerciais<sup>45</sup>, uma diminuição dos fluxos de investimento direto recebidos pelo Reino Unido e uma redução dos fluxos migratórios da UE para o Reino Unido.<sup>46</sup> No segundo passo, os resultados do impacto deste exercício sobre as variáveis relevantes do enquadramento externo da economia portuguesa (importações dos principais parceiros comerciais, taxas de câmbio, taxas de juro, etc.) foram utilizados, conjuntamente com as elasticidades implícitas no principal modelo de projeção de médio prazo do Banco de Portugal, para chegar ao impacto sobre a economia nacional.

A simulação mostra que uma saída sem acordo tem efeitos significativos sobre a economia britânica. O aumento das barreiras comerciais tem um impacto negativo sobre os fluxos de comércio e o investimento. O PIB do Reino Unido reduz-se 3,5% face ao cenário central de *soft Brexit* em 2021. O nível das importações em 2021 situa-se cerca de 18% abaixo do cenário central. A libra esterlina regista uma depreciação significativa – situando-se a taxa de câmbio nominal efetiva 15% abaixo do cenário central em 2021 – que, conjugada com o efeito do aumento das tarifas sobre as importações, implica um aumento da inflação relativamente aos níveis do cenário central (cerca de 1,5 pp, em média anual, no período). A redução da procura do Reino Unido e o aumento gradual dos custos de comércio também têm repercussões sobre a atividade económica na área do euro, mas os impactos são mais moderados. O nível do PIB na área do euro em 2021 situa-se 0,4% abaixo dos

- 43. Caixa 1 "Desenvolvimentos no processo de saída da União Europeia (Brexit) e o seu impacto no Reino Unido", Boletim Económico, maio de 2019.
- 44. Veja-se *National Institute Economic Review* No. 238, May 2019, "Prospects for the UK economy Box A. Brexit assumptions and alternative scenarios".

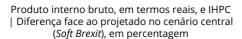
  O NiGEM é um modelo macroeconométrico multipaís cujas características são adequadas para simular o processo de saída do Reino Unido da UE, atendendo à modelização detalhada das ligações comerciais e financeiras entre as economias, a par de diversas opções no desenho das simulações (para uma descrição detalhada do modelo, consultar https://nimodel.niesr.ac.uk/).
- 45. Esta redução foi calibrada como um choque negativo sobre as quotas de mercado de exportação do Reino Unido nos países da UE.
- 46. A calibração destes choques no horizonte de simulação tem em conta os impactos de longo prazo de uma saída sem acordo. Com base numa síntese da evidência empírica, os impactos de longo prazo subjacentes ao cenário do NIESR comparativamente a um cenário de permanência na UE são: (i) o comércio entre a UE e o Reino Unido situa-se 56% abaixo do que se verificaria com a continuação da adesão ao mercado único e à união aduaneira da UE em resultado do estabelecimento de barreiras tarifárias e não tarifárias; (ii) o fluxo líquido de migração da UE para o Reino Unido é reduzido em 100 000 pessoas/ano; (iii) o investimento direto estrangeiro cai 24%; (iv) a combinação de menor investimento, menores níveis de concorrência internacional e a potencial falta de mão-de-obra qualificada estrangeira reduz a produtividade do trabalho em 1,6%. Para mais detalhes, veja-se Ebell, M. and Warren, J. (2016), "The long term economic impact of leaving the EU", National Institute Economic Review No. 236, May 2016 e Hantzs-che, A., Kara, A. and Young, G. (2018), "The economic effects of the government's proposed Brexit deal", *NIESR report*, November 2018.

níveis considerados no cenário de *soft Brexit*. O impacto sobre os preços no consumidor na área do euro é ligeiramente positivo (0,3% em termos acumulados em 2021).<sup>47</sup>

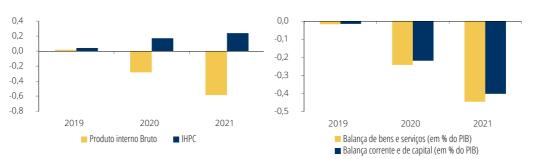
As consequências para Portugal do cenário de saída sem acordo estão associadas principalmente, mas não exclusivamente, às alterações nas condições de comércio de bens e serviços, uma vez que o Reino Unido é o seu parceiro mais importante fora da área do euro (representando sensivelmente 7% e 15% das exportações portuguesas de bens e de serviços, respetivamente<sup>48</sup>). O impacto sobre a procura externa reflete o efeito direto via diminuição das importações do Reino Unido e o efeito indireto via impacto na atividade económica na área do euro e, consequentemente, via redução das importações da área do euro. No que diz respeito à taxa de câmbio efetiva do euro, o impacto é diminuto, uma vez que a depreciação da libra esterlina face ao euro é, em larga medida, compensada pela forte apreciação do dólar dos Estados Unidos e de outras moedas de refúgio face ao euro.

Em termos de componentes do PIB, o impacto mais relevante decorre da redução das exportações, refletindo a diminuição da procura externa. A redução das exportações implica uma diminuição da procura de fatores produtivos, o que leva a uma redução do investimento e uma ligeira diminuição do emprego e consequentemente do consumo privado. As importações sofrem ainda um ajustamento em baixa na sequência da redução da procura global. A diminuição da procura não é suficiente para compensar o impacto do aumento das tarifas aduaneiras nos preços, pelo que a inflação aumenta ligeiramente ao longo do horizonte de projeção. Neste quadro, o nível do PIB em Portugal em 2021 situa-se 0,6% abaixo dos níveis considerados no cenário central de soft Brexit subjacente às projeções, enquanto o nível do IHPC aumenta 0,2% (Gráfico C3.1). O impacto no saldo da balança de bens e serviços e consequentemente no saldo da balança corrente e de capital é negativo, uma vez que a redução nas exportações é mais significativa que a redução nas importações. Estes saldos, em percentagem do PIB, situam-se cerca de 0,4 pp abaixo dos níveis considerados no cenário central em 2021.

**Gráfico C3.1** • Impacto do cenário de saída do Reino Unido da UE sem acordo sobre a economia portuguesa



Balança de bens e serviços e Balança corrente e de capital | Diferença acumulada face ao projetado no cenário central (*Soft Brexit*), em pp do PIB



Fonte: Banco de Portugal.

Fonte: Banco de Portugal.

- 47. Os resultados para o Reino Unido e para a UE/área do euro encontram-se dentro do intervalo de estimativas consideradas na literatura empírica, quando se tem em conta os cenários comparáveis (cenário de não acordo vs. cenário de soft Brexit) e a incerteza inerente ao seu desenho, bem como o horizonte analisado. De uma forma geral, os resultados destes estudos apontam para um impacto negativo sobre a economia britânica e, em menor escala, sobre a economia da UE/área do euro. Os efeitos negativos são tanto mais severos quanto menos próxima é a relação económica futura e quanto mais abrupta é a transição, sendo a saída súbita e sem acordo o mais grave dos cenários considerados. Note-se que, na maioria dos casos, os impactos apresentados nestes estudos são relativamente a um cenário de não saída e para um horizonte longo. Para um resumo desses resultados, veja-se Bisciari, P. (2019), "A survey of the long-term impact of Brexit on the UK and the EU27 economies", Working Paper nº 366, National Bank of Belgium.
- 48. Nas exportações portuguesas de serviços para o Reino Unido, o turismo representava 57% do total em 2018.

#### Conclusão e limitações do exercício

Em geral, os resultados sugerem que uma saída do Reino Unido da UE sem acordo terá custos, ainda que limitados, para a economia portuguesa face à hipótese de *soft Brexit* assumida nas projeções apresentadas neste boletim.

No entanto, os resultados deste exercício devem ser vistos com cautela por várias razões. Em primeiro lugar, o impacto económico é de difícil quantificação uma vez que não existe precedente histórico de saída de uma economia como o Reino Unido de uma área fortemente integrada como a UE. Em segundo lugar, é preciso ter em conta a incerteza relativa aos contornos de uma saída sem acordo. O cenário considerado é relativamente benigno, assumindo que não se registam disrupções nas fronteiras e que o impacto sobre a incerteza e os mercados financeiros é contido. Um cenário de saída desordenada, com perturbações significativas nas fronteiras que aumentem significativamente os custos de comércio para as empresas e particulares no Reino Unido e na UE e com impactos mais significativos sobre as condições financeiras, teria efeitos mais gravosos para a economia britânica e para as economias da UE.<sup>49</sup>

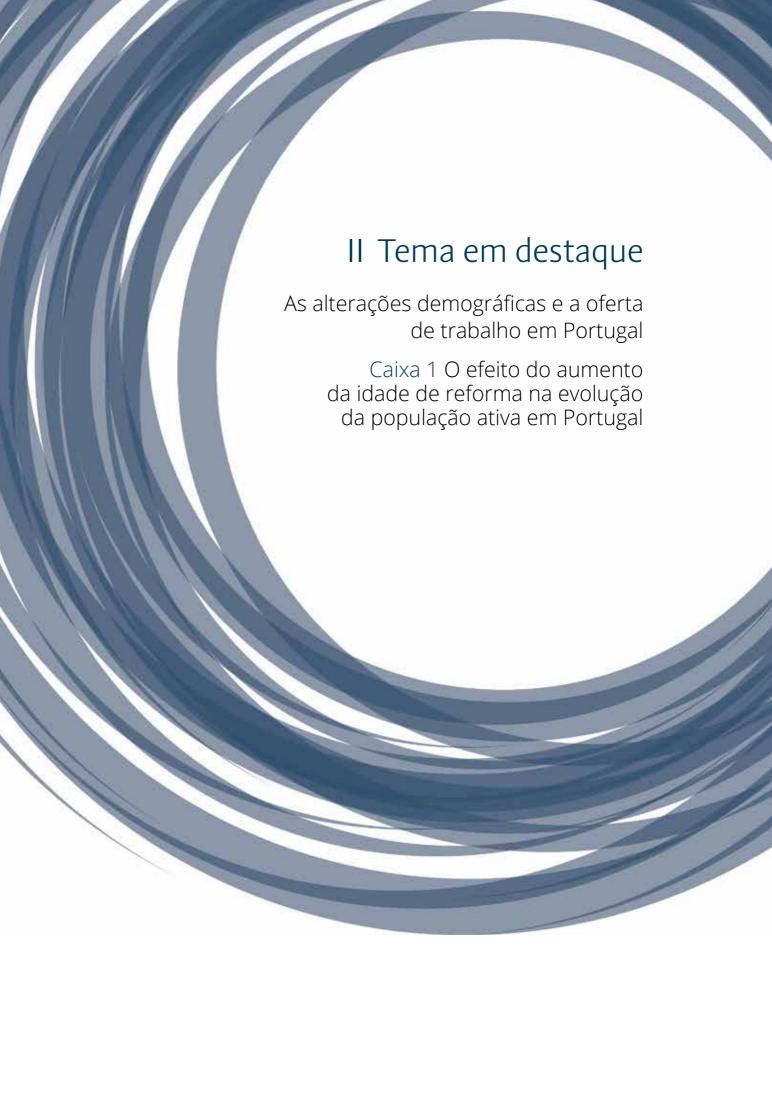
Adicionalmente, mesmo no cenário de saída ordenada considerado, é provável que os efeitos negativos possam ser ampliados por efeitos de confiança sobre as decisões de investimento e consumo, não totalmente captados pelo instrumental utilizado. Os efeitos decorrentes de disrupções nos mercados financeiros ou de perda de acesso a cadeias de produção globais podem também estar subestimados.

Em sentido contrário, embora as simulações considerem a resposta provável das políticas económicas, a reação das autoridades pode ser mais vigorosa, o que mitigaria os efeitos negativos sobre a atividade económica. <sup>50</sup> As medidas de contingência que têm vindo a ser anunciadas pela UE e pelo Reino Unido podem também contribuir para moderar o impacto de uma saída sem acordo. <sup>51</sup>

<sup>49.</sup> Para ilustrar a sensibilidade dos resultados das simulações a diferentes hipóteses sobre os contornos de uma saída sem acordo, refira-se que num dos cenários considerados pelo Banco de Inglaterra no contexto de avaliação da resiliência do setor financeiro — cenário de saída sem acordo e desordenada (incluindo disrupções nas fronteiras e nos mercados financeiros, perda de acordos comerciais existentes entre a UE e terceiros países) — a redução do PIB do Reino Unido ascende a cerca de 10% em 2023 (Banco de Inglaterra (2018), "EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability — a response to the House of Commons Treasury Committee").

<sup>50.</sup> Na simulação, a política monetária reage de maneira mecânica à inflação e ao hiato do produto com base na regra de política do NiGEM. Os estabilizadores automáticos orçamentais são ativados, mas não são acompanhados por gastos discricionários adicionais.

<sup>51.</sup> A caixa 1 "Brexit: Riscos e mitigantes na perspetiva da estabilidade financeira", *Relatório de Estabilidade Financeira*, junho de 2019, apresenta uma análise dos riscos no âmbito da estabilidade financeira, bem como uma súmula das decisões da UE associadas ao Brexit no domínio dos serviços financeiros



# As alterações demográficas e a oferta de trabalho em Portugal

#### Introdução

A exemplo de outros países desenvolvidos, o mercado de trabalho português enfrenta o triplo desafio das alterações demográficas, do progresso tecnológico e da globalização. A nível demográfico, a redução da população em idade ativa e o aumento da idade média da população reforçam a importância do aumento da taxa de atividade e do emprego, em particular nos escalões etários mais elevados. Uma percentagem maior de indivíduos vinculados ao mercado de trabalho é um importante contributo para o crescimento do produto e do PIB *per capita* e para a redução do índice de dependência de idosos. O progresso tecnológico, por seu turno, leva a que as empresas procurem trabalhadores com novos tipos de competências e conhecimentos. Este desafio remete para a importância de uma força de trabalho com níveis de qualificação adequados às necessidades das empresas e para a relevância do investimento contínuo dos trabalhadores em educação e formação vocacional ao longo da sua vida ativa. Finalmente, a integração dos mercados a nível global torna mais fácil a contratação de trabalhadores estrangeiros por parte das empresas portuguesas, fomentando os fluxos imigratórios, mas coloca igualmente o desafio de criação de condições internas que reduzam o incentivo à emigração de jovens em idade ativa.

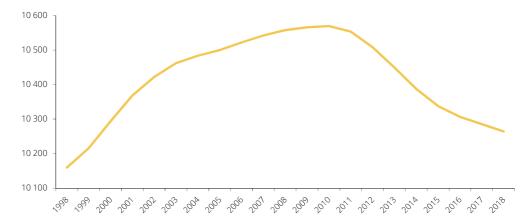
Neste Tema em destaque analisa-se o primeiro destes desafios: o impacto sobre o mercado de trabalho em Portugal decorrente das importantes alterações demográficas observadas nas últimas duas décadas, com ênfase para a redução e envelhecimento da população residente. Estas tendências demográficas têm efeitos sobre outras dimensões económicas igualmente relevantes, como sejam a produtividade, a sustentabilidade da segurança social ou a importância das políticas de promoção da natalidade e de imigração. No entanto, estas dimensões não serão analisadas neste Tema em destaque, que se centra no impacto da evolução demográfica sobre o crescimento da oferta de trabalho em Portugal.

Desde 2010 que se observa um movimento contínuo de redução da população residente em Portugal (Gráfico 1).¹ Entre 2010 e 2018, a população portuguesa registou uma redução de 3%, situando-se em níveis próximos dos observados em 2000. Em simultâneo, manteve-se a tendência secular de envelhecimento da população e da população ativa. Nos últimos 20 anos, a idade mediana da população residente aumentou de 37 para 45 anos, enquanto a idade mediana da população ativa aumentou de 38 para 44 anos (Gráfico 2).²

A partir de 2008, observou-se uma diminuição da população em idade ativa (dos 15 aos 64 anos), ou seja, ainda antes do início da trajetória descendente da população total (Gráfico 3). Entre 2008 e 2018, a população em idade ativa registou uma redução sem precedentes, de 5,9%. Por seu turno, a população ativa em 2018 situava-se ainda 4,4% abaixo do valor registado antes da crise económica e financeira. O aumento da população ativa nos últimos anos refletiu em parte o habitual comportamento procíclico da taxa de atividade, igualmente visível nas quedas acentuadas observadas na última recessão.

- 1. Salvo indicação em contrário, a análise realizada neste Tema em destaque tem por base a informação constante do Inquérito ao Emprego realizado pelo INE.
- 2. Salvo indicação em contrário, a população ativa corresponde à população empregada e desempregada com idade mínima de 15 anos.

Gráfico 1 • População total | Milhares de indivíduos

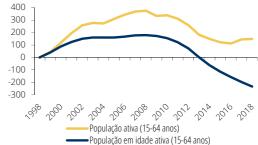


Fonte: INE - Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

**Gráfico 2 •** Idade mediana da população total e da população ativa (15 ou mais anos) | Anos de idade

**Gráfico 3 •** Variação acumulada da população ativa (15 a 64 anos) e da população em idade ativa (15 a 64 anos) | Milhares de indivíduos





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

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

Para além do impacto da redução da população sobre a população ativa, o respetivo envelhecimento tem levado a um peso crescente dos escalões etários mais elevados, com taxas de atividade tipicamente mais baixas, o que traduz um efeito de composição que leva a uma pressão descendente na taxa de atividade. Por outro lado, o alargamento do período de escolaridade da população mais jovem e consequente entrada tardia no mercado de trabalho contribuiu igualmente para o envelhecimento da população ativa. Em sentido contrário, existem dinâmicas estruturais que contribuem para um aumento da população ativa, com destaque para a tendência de longo prazo de aumento da taxa de atividade feminina, o aumento da taxa de atividade nos escalões etários mais elevados e a transição educacional para níveis de educação superiores, caracterizados por taxas de atividade mais elevadas.

Neste Tema em destaque é apresentada evidência sobre estes desenvolvimentos demográficos e são discutidos os possíveis impactos sobre o crescimento da oferta de trabalho em Portugal. Alguns deles são comuns à maioria dos países da União Europeia, mas são particularmente marcados em Portugal. Este Tema em destaque está organizado como se segue. Na primeira parte apresentam-se as principais tendências demográficas observadas em Portugal nos últimos 20 anos, enquanto na segunda parte a ênfase é dada à evolução e caraterização da população

ativa. Na terceira parte é descrito o impacto que estas tendências demográficas, pela forma como afetam a oferta de trabalho disponível, podem contribuir para exacerbar a queda do nível de subutilização do trabalho na economia e aumentar as dificuldades de contratação pelas empresas, num contexto de maior restritividade no mercado de trabalho. Na quarta parte procura avaliar-se como é que as tendências demográficas e de oferta de trabalho se projetam para o futuro. Por último, apresentam-se algumas considerações finais.

#### Principais tendências demográficas

Portugal encontra-se num processo de transição demográfica caracterizado pela redução e envelhecimento da população. O saldo natural tem vindo a diminuir gradualmente desde os anos 80 do século passado por via da redução da fecundidade. Os aumentos na longevidade compensaram esse efeito durante cerca de três décadas mas, nos últimos dez anos, o saldo natural tem sido sistematicamente negativo (Gráfico 4). Os fluxos migratórios permitiram suportar o crescimento populacional na primeira década deste milénio. No entanto, dada a sua sensibilidade ao ciclo económico, o saldo migratório tornou-se negativo em 2011 e só voltou a ser positivo nos dois últimos anos.



Gráfico 4 • Variação da população residente em Portugal | Milhares de indivíduos

Fonte: INE — Estatísticas demográficas (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Os "outros" referem-se a reclassificações ou discrepâncias estatísticas entre a variação da população em início de ano e os saldos natural e migratório de cada ano.

No cômputo das duas últimas décadas, o crescimento demográfico em Portugal foi muito moderado (cerca de 1,5%) e dos mais baixos da União Europeia (Gráfico 5). No conjunto da UE a população cresceu em média 5,5%, tendo os fluxos migratórios contribuído para cerca de quatro quintos dessa taxa. No entanto, observa-se uma grande heterogeneidade entre os países membros quer em termos do crescimento populacional quer em termos dos contributos: por exemplo, o saldo natural foi negativo em Portugal e Itália e muito positivo em França, enquanto países como a Espanha ou Itália beneficiaram de saldos migratórios muito positivos.

Em Portugal o saldo migratório apresentou um contributo de cerca de 2,5 pp para o crescimento de 1,5% da população entre 1998 e 2018, não obstante os saldos negativos registados entre 2011 e 2016. A recuperação mais recente dos fluxos migratórios, em linha com o ciclo económico, refletiu a conjugação da redução do número de emigrantes permanentes com um aumento do número de imigrantes permanentes (Gráfico 6).

17 15 13 11 9 Е, 3 -1 -3 FR UF FS IT ■ Saldo migratório e outros (em pp) Saldo natural (em pp) Total (em %)

Gráfico 5 • Variação da população residente 1998-2018 | Percentagem e pontos percentuais

Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: UE corresponde à União Europeia a 28 países. Os "outros" referem-se a reclassificações ou discrepâncias estatísticas entre a variação da população em início de ano e os saldos natural e migratório.

Por nacionalidade, verifica-se no conjunto da última década a predominância dos indivíduos portugueses, e de forma mais notória no último período recessivo. No entanto, a recuperação dos fluxos de imigração desde 2014 tem refletido contributos idênticos por parte dos portugueses e dos estrangeiros. Entre estes, os indivíduos de nacionalidade extra-UE superaram os dos países da UE, tal como observado nos anos anteriores.

A - Emigrantes permanentes B - Imigrantes permanentes 60 60 40 40 20 20 Λ 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 ■ UE\* Portugal Extra-UE\* Portugal ■ UE\* Extra-UE\*

Gráfico 6 • Emigrantes e imigrantes permanentes por nacionalidade | Milhares de indivíduos

Fonte: INE. | Notas: UE\* corresponde à União Europeia (composição variável). Os imigrantes de nacionalidade portuguesa correspondem essencialmente a situações de regresso.

Na dimensão etária, observa-se que os escalões entre os 15 e os 54 anos dominam os fluxos de imigração (Gráfico 7). No entanto, nos últimos três anos para os quais existem dados disponíveis, nota-se o aumento da importância dos imigrantes mais jovens e também dos indivíduos com mais de 55 anos.

O aumento dos imigrantes mais jovens foi relativamente generalizado por nacionalidade, enquanto nos escalões etários mais elevados foi mais acentuado entre os indivíduos provenientes da UE. Para este resultado deverá ter também contribuído o Regime Fiscal para o Residente Não Habitual em sede do IRS, instituído em 2009, com o objetivo de atrair profissionais qualificados, bem como beneficiários de pensões obtidas no estrangeiro.<sup>3</sup> Ainda assim, a recuperação dos fluxos migratórios

3. Código Fiscal do Investimento - Decreto-Lei n.º 249/2009, de 23 de setembro.

apresenta-se relativamente limitada. Refira-se igualmente que a procura de indivíduos com qualificações específicas, por exemplo nas áreas ligadas à digitalização, aumentou de forma substancial em termos globais, pelo que se coloca à economia portuguesa o desafio de competir para atrair esses profissionais e reter os nacionais.

40 35 30 25 20 15 10 5

**Gráfico 7** • Imigrantes permanentes por escalão etário | Milhares de indivíduos

Fonte: INE.

2008

2009

< 15 anos

2010

Nos últimos 20 anos a população portuguesa não só cresceu abaixo da média da UE como também se tornou relativamente mais envelhecida (Gráfico 8).

25-54 anos

2013

2014

■ 55-64 anos

2015

2016

> 65 anos

2017

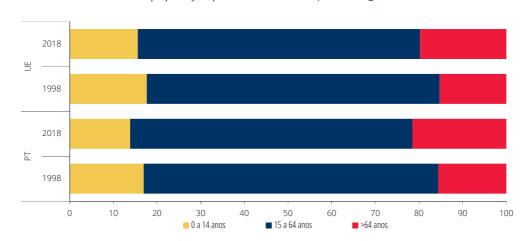


Gráfico 8 • Estrutura da população por escalão etário | Percentagem

2011

■ 15-24 anos

Fonte: Eurostat. | Nota: UE corresponde à União Europeia a 28 países.

O grupo etário mais jovem, que no início de 1998 tinha já um peso menor em Portugal, registou uma diminuição da sua importância relativa mais acentuada do que a observada em média na UE, enquanto o grupo etário mais idoso apresentou um maior aumento relativo. Esta evolução traduz-se naturalmente no aumento do rácio de dependência da população mais idosa sobre a população em idade ativa (entre os 15 e os 64 anos). Em 1998 os rácios de dependência em Portugal e nos outros países em análise encontravam-se relativamente próximos da média da UE, mas aumentaram nas

duas últimas décadas, e de forma mais intensa e heterogénea na última década (Gráfico 9). No caso de Portugal o rácio aumentou cerca de 10 pp, situando-se em cerca de 33% no início de 2018. Tratase de um dos valores mais elevados entre os países da UE.

Gráfico 9 • Rácio de dependência (65 ou mais anos) | Percentagem

Fonte: Eurostat. | Nota: União Europeia a 28 países.

# População ativa e taxa de atividade: tendências e evolução recente

As referidas alterações tendenciais na estrutura demográfica da população podem ter efeitos consideráveis no mercado de trabalho. Do ponto de vista da oferta de trabalho, medida pela população ativa, os desenvolvimentos demográficos dos últimos 20 anos com maior impacto são o baixo crescimento da população residente e o peso crescente dos escalões etários mais elevados na população ativa. O impacto destas dinâmicas sobre a população ativa tem sido mitigado por uma tendência globalmente ascendente da taxa de atividade, que decorre em larga medida do aumento da participação feminina no mercado de trabalho (Gráfico 10). A taxa de atividade em Portugal situa-se acima da média da UE, embora abaixo da observada em vários países comunitários.

O impacto do envelhecimento da população sobre a taxa de atividade resulta do habitual ciclo de vida dos indivíduos (Gráfico 11). Por exemplo, em 2018, a taxa de atividade em Portugal era de 34,2% no escalão etário dos 15 aos 24 anos, de cerca de 90% nos escalões etários entre os 25 e os 54 anos, de 63,4% nos escalões dos 55 aos 64 anos e de 11,5% nos escalões acima dos 64 anos.

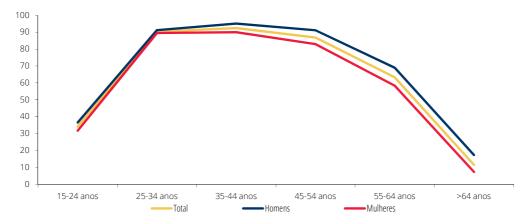
A variação da taxa de atividade pode ser decomposta entre o efeito que resulta das alterações demográficas na população e o que decorre da dinâmica da população ativa dentro de cada escalão. O gráfico 12 ilustra a decomposição das variações da taxa de atividade que resultam da variação ao longo do tempo do peso relativo de cada escalão etário na população (efeito demográfico) e da variação da taxa de atividade dentro de cada escalão etário. Estes efeitos encontram-se ainda decompostos nos contributos por género. A partir de 2011 as alterações na estrutura demográfica da população tiveram um impacto negativo (envelhecimento) sobre a variação da taxa de atividade, refletindo o peso crescente dos escalões etários mais elevados, com taxas de atividade mais reduzidas, e a redução da percentagem de indivíduos com idade entre os 25 e os 34 anos.

75 70 65 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018
Taxa de atividade feminina (15-64 anos)
Taxa de atividade masculina (15-64 anos)
Taxa de atividade total (15-64 anos)

**Gráfico 10 •** Evolução da taxa de atividade total e por género | Percentagem

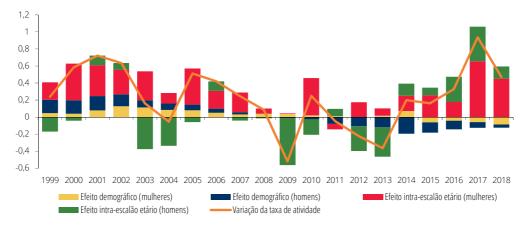
Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

Gráfico 11 • Taxa de atividade por escalão etário em 2018 | Percentagem



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

**Gráfico 12** • Decomposição da variação da taxa de atividade por escalão etário e género entre efeito demográfico e efeito intra-escalão | Contributos para a variação da taxa de atividade, em pontos percentuais

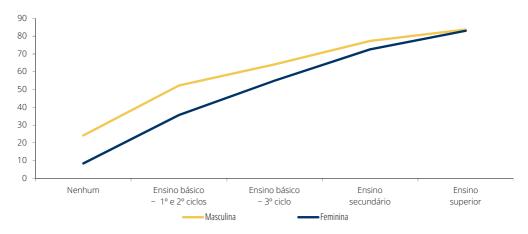


Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

Em contraste, observou-se um aumento das taxas de atividade nos diversos escalões etários, designado por efeito intra-escalão etário, que tende a evoluir em linha com a situação cíclica da economia. No caso das mulheres este contributo é muito significativo ao longo destas duas décadas, refletindo a sua tendência de participação crescente no mercado de trabalho. Nos últimos anos, este efeito foi particularmente marcado também no caso dos homens, para o que contribuiu o aumento muito acentuado da taxa de atividade no escalão etário dos indivíduos com idade compreendida entre os 55 e os 64 anos. Em 2018, a taxa de atividade neste escalão etário situava-se em 63,4%, um valor superior em 9 pp face ao observado em 2008 e em 12 pp em relação a 1998.

Para além do impacto do aumento da esperança de vida e das alterações nas regras dos sistemas públicos de pensões no sentido do prolongamento da vida ativa (Caixa 1), o aumento da taxa de atividade na população mais idosa poderá estar igualmente a refletir outros efeitos. Entre eles, destacam-se eventuais decisões de regresso ao mercado de trabalho após a reforma e possíveis efeitos de composição associados ao aumento significativo do nível de escolaridade nestes escalões etários, na medida em que as taxas de atividade tendem a aumentar com o nível de escolaridade da população. Em 2018, a taxa de atividade na população com ensino superior situava-se em 83,7%, nos homens, e em 83%, nas mulheres, sendo que estes valores diminuem para, respetivamente, 77,3% e 72,5%, no caso da população com ensino secundário (Gráfico 13). Em sentido contrário, há a referir a manutenção da tendência secular de redução da taxa de atividade na população com idade inferior a 24 anos, associada ao prolongamento do tempo de escolaridade da população mais jovem, com a consequente entrada mais tardia no mercado de trabalho.

**Gráfico 13 •** Taxa de atividade em 2018, por género e nível de escolaridade | Em percentagem da população masculina ou feminina em cada nível de ensino



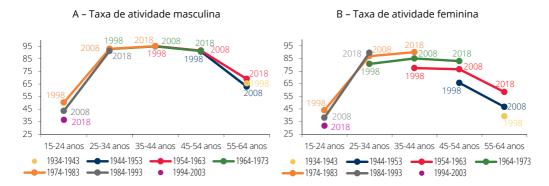
Fonte: INE – Inquérito ao Emprego (cálculos do Banco de Portugal).

Tal como evidenciado nos gráficos 10 e 12, para o aumento considerável da taxa de atividade nas últimas décadas contribuiu significativamente a tendência de longo prazo de aumento da taxa de atividade feminina. Entre 1998 e 2018, a taxa de atividade feminina na população dos 15 aos 64 anos aumentou de 62,3% para 72,4%, enquanto a taxa de atividade masculina diminuiu de 78,9% para 78,1%. As diferenças ao nível composição dos agregados familiares, que tendem a ter uma dimensão cada vez menor, também deverão estar associadas a esta evolução.<sup>5</sup>

<sup>5.</sup> O aumento da taxa de atividade feminina refletiu o crescimento significativo da taxa de atividade das mulheres solteiras, que aumentou de 27% em 1998 para aproximadamente 41% em 2018. No mesmo período, a taxa de atividade nas mulheres casadas manteve-se praticamente constante, em cerca de 59%.

O gráfico 14 apresenta a evolução da taxa de atividade dos homens e das mulheres ao longo dos últimos 20 anos, evidenciando o comportamento das diferentes gerações. Vários traços estruturais merecem realce. No caso da taxa de atividade masculina (Gráfico 14A), as grandes diferenças entre gerações centram-se no início do ciclo de vida (com uma diminuição da taxa de atividade nas gerações mais novas, associada a maior escolaridade) e no final da idade ativa (com um prolongamento da vida ativa nas gerações mais novas). Nos restantes escalões etários não sobressaem diferenças assinaláveis entre as várias gerações. No caso da taxa de atividade feminina (Gráfico 14B), a evidência sugere uma marcada transição geracional em termos da participação no mercado de trabalho. A taxa de atividade feminina tem vindo a aumentar ininterruptamente de geração para geração, convergindo nas gerações mais novas (nascidas após 1974) para níveis próximos da taxa de atividade masculina. Em 2018, a taxa de atividade das mulheres nascidas entre 1984 e 1993 era de 89%, um valor que compara com uma taxa de atividade de 91% nos homens nascidos no mesmo período. Este aumento da taxa de atividade feminina estará associado a diversos fatores estruturais, incluindo de natureza cultural ou social. Esta dinâmica deverá continuar a contribuir nas próximas décadas para um aumento da taxa de atividade total, à medida que as gerações femininas mais novas substituem as mais velhas ao longo de todo o ciclo de vida. Tal como nos homens, observa-se também uma diminuição da taxa de atividade feminina entre os 15 e os 24 anos. O principal fator que contribuiu para esta evolução é o aumento do nível de escolaridade na população feminina. Entre 1998 e 2018, a percentagem de mulheres com 15 ou mais anos e ensino superior passou de 11,4% para 32,9%, um aumento mais marcado do que o registado nos homens (de 6,6% em 1998 para 19,8% em 2018).

Gráfico 14 • Taxa de atividade por género e escalões de ano de nascimento | Percentagem



Fonte: INE — *Inquérito ao Emprego* (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: Cada linha no gráfico representa a taxa de atividade nas sete gerações consideradas, em diferentes idades. Por exemplo, relativamente à geração dos homens nascidos entre 1974 e 1983, o valor de 2018 corresponde à sua taxa de atividade no momento em que têm uma idade compreendida entre 35 e 44 anos.

Um desenvolvimento que contribuiu mais recentemente para o aumento da taxa de atividade em Portugal resulta do contributo da população com nacionalidade estrangeira. De facto, os fluxos de imigração afiguram-se como um canal que potencialmente poderá mitigar o impacto negativo sobre a oferta de trabalho resultante de outras tendências demográficas já referidas. Neste contexto, é de sublinhar que, em 2018, a população ativa estrangeira teve um contributo de 0,2 pp para o crescimento de 0,3% da população ativa em Portugal (Gráfico 15). Esta evolução reflete as taxas de atividade mais elevadas da população com nacionalidade estrangeira face à população com nacionalidade portuguesa, uma diferença que é particularmente marcada nos indivíduos com idade inferior a 35 anos.

1,0 0.5 0.0 -0.5 -1,0 -1,5 -2,0 2012 2015 2016 2017 2018 2013 2014 Portuguesa (em pp) Estrangeira (em pp) Variação da população ativa (em %)

**Gráfico 15 •** Evolução da população ativa por nacionalidade | Contributo para o crescimento da população ativa, em pontos percentuais

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

# Oferta de trabalho e grau de subutilização no mercado de trabalho

Em 2018, a população ativa com 15 ou mais anos encontrava-se num nível próximo do observado em 2000, refletindo uma redução de quase 6% em relação ao valor de 2008. Num contexto em que a taxa de atividade tem apresentado uma trajetória de recuperação bastante significativa, atingindo valores historicamente elevados, o nível mais baixo da população ativa em Portugal estará a refletir essencialmente fatores de natureza estrutural, nomeadamente os relacionados com a evolução demográfica.

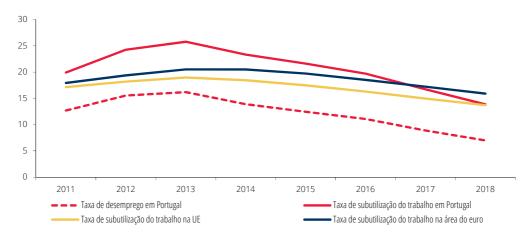
Neste sentido, é compreensível que a discussão em torno do potencial de crescimento da população ativa em Portugal assuma um interesse acrescido no atual contexto, em particular num cenário em que a situação cíclica da economia se reflete numa maior restritividade no mercado de trabalho. Importa referir que os últimos anos testemunharam uma evolução muito favorável do mercado de trabalho em Portugal, com um crescimento significativo do emprego e uma queda da taxa de desemprego para valores que não se registavam desde 2004. Simultaneamente, alguns indicadores sugerem a existência de dificuldades nas empresas portuguesas para a contratação de trabalhadores, em particular, com maiores níveis de qualificação. O Inquérito aos Custos de Contexto divulgado pelo INE no final de julho de 2018 revelava que as dificuldades na contratação de trabalhadores e o acesso a técnicos qualificados por parte das empresas eram identificados como as áreas que tinham registado maior aumento entre 2014 e 2017. Por outro lado, os Inquéritos de Opinião da Comissão Europeia mais recentes revelam que a percentagem de empresas que indica a insuficiência de trabalho como fator limitativo à produção aumentou desde o início de 2017, ao mesmo tempo que os indicadores setoriais sobre as perspetivas de emprego mantêm um perfil ascendente, situando-se acima dos valores observados antes da crise financeira internacional.

Para além do crescimento da população e da taxa de atividade, o crescimento da oferta de trabalho depende igualmente de alterações estruturais relativamente ao número de indivíduos sem emprego em idade ativa que, não tendo procurado emprego, revelam desejo de trabalhar e que eventualmente passem a procurar um trabalho de forma ativa. Neste sentido, torna-se importante avaliar o nível global de subutilização do mercado de trabalho considerando medidas mais abrangentes do que apenas a taxa de desemprego, designadamente considerando os indivíduos em idade ativa e sem emprego que, embora não procurem ativamente um emprego, estando por isso excluídos da

definição oficial de desempregado, mantêm um vínculo ao mercado de trabalho, nomeadamente manifestando o seu desejo de trabalhar.

Neste âmbito, vários indicadores alternativos apontam igualmente para a redução significativa do grau de subutilização no mercado de trabalho em Portugal. O número de indivíduos sem emprego que afirma querer trabalhar embora não procure ativamente emprego tem diminuído significativamente, destacando-se, entre estes, o subgrupo constituído pelos indivíduos que se encontram disponíveis para trabalhar (designados habitualmente por desencorajados). Tal tem-se refletido na taxa de subutilização do trabalho calculada pelo INE, a qual tem apresentado um perfil de queda mais marcado do que o da taxa de desemprego, situando-se em 2018 num nível próximo da média da UE (Gráfico 16).

**Gráfico 16 •** Taxa de subutilização do trabalho (15-74 anos) e taxa de desemprego em Portugal | Percentagem



Fonte: Eurostat (cálculos do Banco de Portugal). | Nota: As alterações introduzidas no questionário do Inquérito ao Emprego a partir de 2011 determinaram um apuramento mais rigoroso do número de desencorajados e conduziram a um aumento do respetivo número face ao inquérito anterior. Por este motivo, os valores da série atual não são comparáveis com os apurados anteriormente e a taxa de subutilização é apenas apresentada a partir de 2011.

Estes indicadores sugerem que a margem de crescimento da população ativa por incorporação de indivíduos inativos mas vinculados ao mercado de trabalho se reduziu no período mais recente. A utilização mais intensiva dos trabalhadores existentes oferece uma margem adicional para as empresas expandirem a sua capacidade produtiva. De facto, embora o crescimento da população ativa constitua o principal determinante do aumento da oferta de trabalho, o ajustamento do número de horas trabalhadas oferece uma margem também relevante. Neste contexto, é de sublinhar que o número de trabalhadores que trabalha a tempo parcial porque não encontra um trabalho a tempo completo (subemprego de trabalhadores a tempo parcial) tem vindo a diminuir. No último trimestre de 2018, o número de indivíduos nesta situação era de 164 mil, o que representa uma redução de 19,4% em termos homólogos. No mesmo período, o número de trabalhadores com trabalho a tempo completo que afirmava estar disponível para trabalhar mais horas e com maior remuneração registou uma redução de 8%.

<sup>6.</sup> Estes indivíduos são designados na literatura por inativos marginalmente vinculados ao mercado de trabalho (*marginally attached*). Em 2018, o número de indivíduos nesta situação registou uma queda de 12%, situando-se em 293 mil.

<sup>7.</sup> A taxa de subutilização do mercado de trabalho é um indicador calculado pelo INE que agrega a população desempregada, o subemprego de trabalhadores a tempo parcial, os inativos à procura de emprego mas não disponíveis e os inativos disponíveis mas que não procuram emprego (desencorajados).

#### Como é que estas tendências se projetam para o futuro?

De acordo com as últimas projeções demográficas elaboradas pelo Eurostat (EUROPOP2015), estima--se que a população residente na UE continue a crescer nas próximas duas décadas, ainda que de forma moderada, projetando-se uma redução nas três décadas seguintes (Gráfico 17). No caso de Portugal, a redução demográfica projetada é significativa no mesmo horizonte.8 Esta redução é particularmente marcada na população em idade ativa (Gráfico 18). Conjugando as tendências demográficas com as projeções da Comissão Europeia (CE) para as taxas de atividade, prevê-se no longo prazo uma diminuição da população ativa (dos 15 aos 64 anos) muito acentuada em Portugal, não obstante a trajetória de aumento da taxa de atividade acima da média da UE nas próximas duas décadas (Gráficos 19 e 20).9 O aumento projetado para a taxa de atividade em Portugal resulta, no essencial, da continuação da convergência da taxa de atividade das mulheres para a dos homens durante as próximas duas décadas, sendo que no caso dos homens as projeções apontam para uma relativa estabilização ao longo de todo o horizonte. Esta convergência está projetada para os vários escalões etários, mas de forma mais acentuada no escalão acima dos 55 anos. O exercício admite um aumento progressivo da idade efetiva de saída do mercado de trabalho ao longo do horizonte de projeção, mas com um efeito mais notório no caso das mulheres. A hipótese subjacente é a de que, num cenário de políticas invariantes, i.e. admitindo a manutenção das condições de acesso à reforma em vigor em 2016 (ano base do exercício), a idade efetiva de passagem à reforma deverá aumentar cerca de três anos para as mulheres e cerca de dois anos para os homens até ao final do horizonte de projeção.



ativa (15-64 anos) | Percentagem 5 0 0 -5 -5 -10 -10 -15 -15 -20 -25 -20 2018-2040 2040-2070 2018-2040 2040-2070

Fonte: Eurostat.

**Gráfico 19 •** Variação da população ativa (15-64 anos) | Percentagem

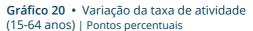
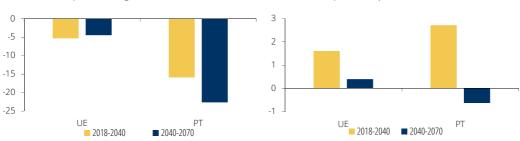


Gráfico 18 • Variação da população em idade



Fonte: Eurostat.

Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal).

Fonte: Comissão Europeia (cálculos do Banco de Portugal).

- 8. De referir a incerteza existente em todos os cenários demográficos, em particular na componente do saldo migratório, mais volátil, mais difícil de apurar estatisticamente e portanto mais difícil de projetar. Em todo o caso, o contributo do saldo migratório para a variação projetada da população em Portugal (PT) é próximo do da União Europeia (UE).
- 9. A diminuição projetada para a taxa de atividade em Portugal entre 2040 e 2070 reflete a redução no escalão etário mais jovem já não compensada pelo aumento no escalão etário mais idoso.

No entanto, o resultado das projeções para a evolução da população ativa é dominado pelo efeito demográfico de redução e envelhecimento da população em Portugal resultante não apenas dos ganhos de longevidade comuns à generalidade dos países europeus, mas sobretudo das baixas taxas de fecundidade que se têm verificado em Portugal e para as quais, no exercício de projeção, se prevê apenas uma recuperação muito moderada. Deste modo, nas projeções para o conjunto da UE, Portugal apresenta um dos rácios de dependência da população idosa mais elevados e uma redução da população em idade ativa das mais acentuadas.

### Considerações finais

A evidência apresentada neste Tema em destaque salienta a importância do contributo de fatores de natureza estrutural para a evolução da população ativa. Entre estes fatores destacam-se os relacionados com as alterações demográficas ocorridas nas últimas duas décadas, nomeadamente a redução e envelhecimento da população residente.

Estes desenvolvimentos constituem uma limitação ao potencial de crescimento da oferta de trabalho em Portugal. Simultaneamente, foi dado realce a alguns fatores suscetíveis de mitigar esta dinâmica, incluindo (i) o aumento das taxas de atividade nos diversos escalões etários, nomeadamente nos mais elevados, onde a margem de crescimento é superior e potenciada pelo aumento gradual da idade de reforma; e (ii) a manutenção da tendência secular de aumento da taxa de atividade feminina, que se prevê que ainda se mantenha em processo de convergência com a masculina nas décadas mais próximas. Estes dois fatores constituem tendências com impacto positivo sobre a população ativa num horizonte alargado. Adicionalmente, a intensificação dos fluxos migratórios líquidos, não obstante a sua natureza pró-cíclica, poderá também contribuir para mitigar a dinâmica demográfica desfavorável. Ainda assim, no curto prazo, as limitações na oferta de trabalho e a dinâmica da procura são suscetíveis de aumentar a pressão sobre os salários. Neste contexto, sublinhe-se que os dois últimos anos testemunharam uma aceleração dos salários em Portugal, com as remunerações por trabalhador no conjunto da economia a crescerem 1,6% em 2017 e 2,2% em 2018.

Importa igualmente realçar que as condições de oferta da economia são determinadas não só pela oferta de trabalho disponível mas também pelo seu nível de qualificação, com reflexo na evolução da produtividade. Neste contexto, sublinhe-se o aumento muito significativo do nível médio de qualificações da população ativa nos últimos anos. Em 2018, a percentagem de indivíduos com ensino superior na população ativa era de 26,3%, um valor superior em 17 pp em relação a 2000, quando a população ativa tinha um nível idêntico. Assim, a tendência de envelhecimento e o aumento do nível médio das qualificações são duas caraterísticas da população ativa que operam em sentidos inversos para explicar evoluções futuras do produto em Portugal.<sup>10</sup>

Finalmente, existe a perspetiva de que a tendência de aumento da automação e robotização nos processos produtivos possa ter um impacto muito forte no mercado de trabalho, com redução da procura de trabalho, em particular de trabalhadores menos qualificados. A concretizar-se, tal poderá tornar menos prementes as limitações quantitativas da oferta de trabalho em Portugal mas reforçará a importância do aumento das qualificações da população ativa, quer em competências genéricas, quer em qualificações específicas.

## Caixa 1 • O efeito do aumento da idade de reforma na evolução da população ativa em Portugal

Uma das razões apontadas para o aumento da taxa de atividade no escalão etário acima dos 55 anos é o aumento da idade regulamentar de acesso à reforma ou aposentação. Os sistemas públicos de pensões em Portugal têm vindo a ser alvo de sucessivas reformas e medidas complementares, tendo também em vista um prolongamento da vida ativa. Da análise efetuada nesta caixa, conclui-se que se observou de facto um aumento da idade média efetiva de passagem à reforma na última década e de forma mais continuada desde 2015 (Gráfico C1.1) e prevê-se que esta tendência se mantenha no futuro.

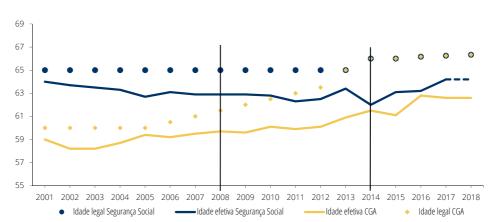


Gráfico C1.1 • Evolução da idade legal e da idade média efetiva da reforma | Em anos

Fontes: CGA, Pordata (MTSSS) e legislação. | Notas: A observação a tracejado corresponde a um valor estimado. Os traços verticais indicam a entrada em vigor do fator de sustentabilidade inicial (em 2008) e do revisto aplicado às pensões antecipadas (em 2014).

Até 2013, no Regime Geral da Segurança Social<sup>11</sup>, a idade legal de acesso à pensão de velhice manteve-se nos 65 anos, enquanto no sistema da Caixa Geral de Aposentações (CGA), a idade legal para a aposentação convergiu gradualmente dos 60 para os 65 anos.<sup>12</sup> Não obstante este enquadramento, até 2011, a idade média efetiva de passagem à reforma apresentou uma tendência decrescente no Regime Geral, traduzindo um maior peso das pensões antecipadas, e apenas se observou um ligeiro aumento no caso da CGA.

Esta evolução foi interrompida em 2012 com a entrada em vigor de medidas restritivas de acesso às pensões antecipadas, excluindo regimes excecionais, as quais condicionaram as decisões dos indivíduos e se traduziram num aumento da idade média efetiva de reforma, seguida de alguma volatilidade nos anos seguintes.

No final de 2013 foi determinado que a idade regulamentar de acesso à reforma, designada por "idade normal" de reforma, passasse a ser condicional à evolução dos ganhos de longevidade. Em paralelo, em 2014, a penalização financeira (por via do fator de sustentabilidade) a aplicar às pensões

<sup>11.</sup> Abrange a generalidade dos trabalhadores do setor privado e os funcionários públicos admitidos desde 1 de janeiro de 2006. O sistema da CGA, que abrangia os funcionários públicos, está fechado a novas admissões desde essa data.

<sup>12.</sup> O aumento da idade legal de aposentação dos 60 para os 65 anos e da duração da carreira contributiva completa dos 36 para os 40 anos foi previsto na revisão de 2005 do Estatuto da Aposentação, conjuntamente com outras medidas no sentido de aprofundar a convergência com o Regime Geral.

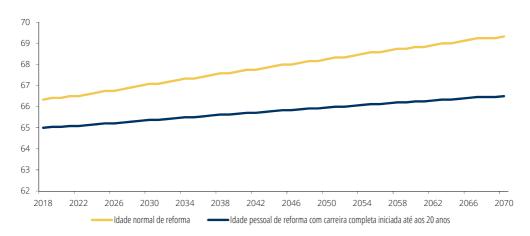
antecipadas tornou-se mais acentuada, desincentivando assim esta opção.<sup>13</sup> Ao contrário do regime definido em 2007, que já pretendia promover o prolongamento da vida ativa mas sem resultados significativos nessa vertente, estas novas regras têm-se traduzido num aumento da idade média efetiva de passagem à reforma.<sup>14</sup>

De acordo com a legislação em vigor, cerca de dois terços dos ganhos de longevidade (com um desfasamento de dois anos) são vertidos no aumento da idade de reforma. No período de transição – 2014 e 2015 – esta foi de 66 anos e desde então tem aumentado cerca de um mês por ano até aos 66 anos e quatro meses em 2018. No entanto, desde 2015 o aumento da idade média efetiva de passagem à reforma foi superior a estes quatro meses da idade legal: cerca de um ano no regime geral e de 1,5 anos no caso da CGA, o que poderá ter traduzido também o regime mais restritivo de acesso às pensões antecipadas.

Para 2019 e 2020 a idade normal de acesso à pensão de velhice está definida em 66 anos e 5 meses, pelo que se preveem novos prolongamentos na vida ativa por esta via.

Admitindo a manutenção das regras em vigor, e recorrendo às projeções demográficas do Eurostat (EUROPOP2015), nomeadamente para a evolução dos ganhos de esperança média de vida aos 65 anos para Portugal, é possível projetar a tendência para a evolução futura da idade de passagem à reforma (Gráfico C1.2). Com base nestas hipóteses, os cerca de cinco anos de ganhos médios de longevidade projetados entre 2018 e 2070 traduzem-se num aumento da idade normal de reforma de três anos nesse horizonte.

**Gráfico C1.2** • Projeção da idade de reforma de acordo com os ganhos de longevidade | Em anos



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

<sup>13.</sup> A especificação destas regras, incluindo as fórmulas de cálculo da idade normal de reforma a vigorar em cada ano e do fator de sustentabilidade a aplicar no caso das pensões antecipadas, constam do Decreto-Lei n.º 167-E/2013 de 31 de dezembro.

<sup>14.</sup> Recorde-se que a reforma de 2007 previu a introdução de um fator de sustentabilidade que reduzia o valor das novas pensões de velhice em função dos ganhos de esperança média de vida aos 65 anos (idade legal de reforma), mas os indivíduos poderiam evitar essa penalização financeira através de uma bonificação atribuída via prolongamento da sua vida ativa (Decreto-Lei n.º187/2007 de 10 de maio). No entanto, na prática terá prevalecido a primeira opção, com a maioria dos indivíduos a aceitarem uma penalização financeira ao invés de adiarem a reforma. Essa penalização financeira do fator de sustentabilidade variou entre 0,56% em 2008 e 4,78% em 2013. Com as novas regras de 2013, o corte do fator de sustentabilidade aplicado apenas às pensões antecipadas foi inicialmente de 12,34% em 2014, sendo 14,5% em 2018 e 2019.

De referir também que o novo regime de flexibilização da "idade pessoal" da reforma, em vigor desde 2019, permite que os indivíduos com pelo menos 40 anos de carreira contributiva aos 60 anos de idade possam antecipar a sua idade de reforma em quatro meses por cada ano adicional de contribuições. Esta bonificação permite reduzir para metade o acréscimo da idade normal de reforma que resultaria dos ganhos de longevidade futuros, o qual seria de 1,5 anos no final do horizonte de projeção. Na prática, esta regra permite que, atualmente, na maioria destes casos de flexibilização previstos, os indivíduos se possam reformar a partir dos 65 anos. No entanto, este regime potencialmente só se aplicará a uma parcela limitada dos futuros pensionistas. Com efeito, para ser elegível, a idade mínima de início de carreira é 20 anos e a taxa de atividade do escalão etário mais baixo é relativamente reduzida e terá tendência para diminuir, dados os acréscimos esperados da escolaridade efetiva.

Isto significa que, de acordo com as regras atuais, a tendência de aumento da idade efetiva de passagem à reforma deverá manter-se no futuro, de forma mais atenuada caso os indivíduos estejam dispostos a aceitar uma penalização financeira ao invés de prolongarem mais a sua vida ativa. A estabilização e transparência do enquadramento legal dos sistemas de pensões será crucial para os indivíduos tomarem as suas decisões de consumo e poupança de forma informada, com vista a assegurarem um rendimento adequado após a passagem à reforma.

<sup>15.</sup> Decreto-Lei n.º 119/2018. Nestas condições, o valor da nova pensão de velhice não fica sujeito ao corte resultante do fator de sustentabilidade aplicado às pensões antecipadas, nem é reduzido em 0,5% por cada mês de antecipação face à idade pessoal de acesso à pensão.

#### Referências

Aaronson, S., Cajner, T., Fallick, B., Galbis-Reig, F., Smith, C. e Wascher, W.L. (2014). "Labor Force Participation: Recent Developments and Future Prospects." *Working Papers 1410*, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Banco de Portugal (2015). "Transição demográfica e crescimento na economia portuguesa", Tema em destaque no *Boletim Económico* de outubro.

CGA, Relatório e Contas anuais (várias edições).

European Commission (2017). "The 2018 Ageing Report: Underlying Assumptions & Projection Methodologies", *European Economy Institutional Paper 065*.

Shimer, R. (2001). "The Impact of Young Workers on the Aggregate Labor Market." *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, 116(3), 969-1007.

European Commission (2018). "The 2018 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2016-2070)", European Economy Institutional Paper 079.

Eurostat Database (Last update: 17-01-2018). http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show. do?dataset=proj\_15nalexp&lang=en

Instituto da Segurança Social (2019). "Pensão de velhice – Guia Prático" disponível em: http://www.seg-social. pt/documents/10152/14521673/7001\_pensao\_velhice.pdf/003416f8-5c4e-44e6-a502-844a423a9396.

OECD (2019). "Reviews of Pension Systems – Portugal".

