

Boletim Económico

Março 2019



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Março 2019



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2019 • www.bportugal.pt

Índice

I Projeções para a economia portuguesa: 2019-2021 | 5

1 Introdução | 7

2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções | 8

3 Despesa e contas externas | 11

4 Mercado de trabalho | 14

5 Preços e salários | 15

6 Incerteza e riscos | 16

7 Conclusão | 17

Caixa 1 • Uma análise de sensibilidade das projeções a choques adversos de procura externa | 18

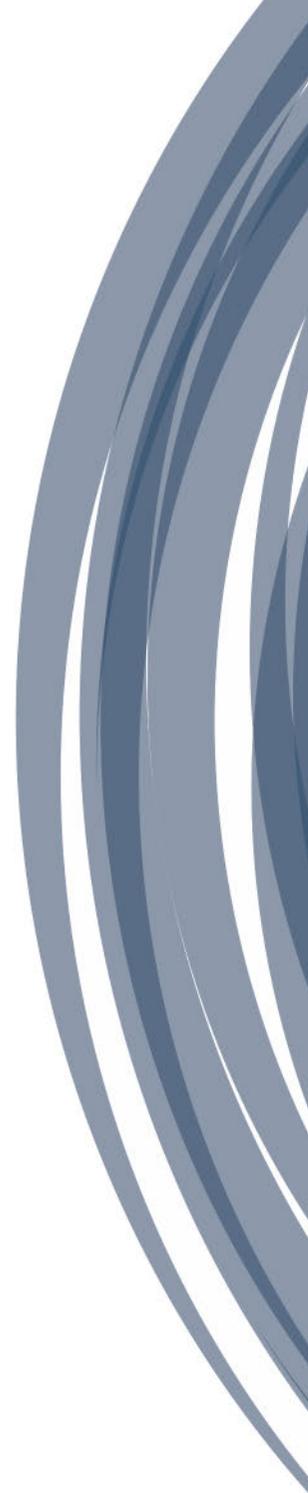
Caixa 2 • Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva | 20

Caixa 3 • Uma avaliação das projeções para 2018 | 24

Caixa 4 • Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa | 27

II Tema em destaque | 29

A taxa de juro natural: do conceito aos desafios para a política monetária | 31





I Projeções para a economia portuguesa: 2019-2021

Caixa 1 Uma análise de sensibilidade das projeções a choques adversos de procura externa

Caixa 2 Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva

Caixa 3 Uma avaliação das projeções para 2018

Caixa 4 Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa

1 Introdução

∴ Maturação da fase de expansão do ciclo económico

De acordo com as projeções publicadas neste Boletim, a economia portuguesa deverá continuar a crescer no período 2019-21, embora a um ritmo ligeiramente inferior ao registado nos últimos anos (Quadro I.1.1). Após um aumento de 2,1% em 2018, o produto interno bruto (PIB) português deverá crescer 1,7% em 2019 e 2020 e 1,6% em 2021, aproximando-se do crescimento potencial.¹ O crescimento projetado é superior ao recentemente publicado pelo Banco Central Europeu (BCE) para a área do euro², o que se traduz em progressos ligeiros no processo de convergência da economia portuguesa para os níveis médios de rendimento da área do euro.

Estas projeções têm subjacente um enquadramento económico e financeiro da economia portuguesa globalmente benigno, com a procura externa a crescer em média 3,4% e com a manutenção de condições de financiamento favoráveis para os vários setores da economia. A orientação da política monetária da área do euro permanece acomodatória, num quadro de manutenção das taxas de juro em níveis baixos (Capítulo 2).³ A prevalência de riscos em baixa sobre o crescimento económico da economia portuguesa está fundamentalmente associada à possível materialização de importantes riscos sobre a evolução da atividade e do comércio a nível global (Capítulo 6 e Caixa 1).

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2019-2021 | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2018	BE março 2019				BE dezembro 2018			
		2018	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)
Produto interno bruto	100,0	2,1	1,7	1,7	1,6	2,1	1,8	1,7	1,6
Consumo privado	65,0	2,5	2,7	1,9	1,6	2,3	2,0	1,8	1,6
Consumo público	17,3	0,8	0,3	0,2	0,2	0,7	0,1	0,0	0,2
Formação bruta de capital fixo	17,1	4,4	6,8	5,8	5,2	3,9	6,6	5,9	4,9
Procura interna	99,9	2,7	3,0	2,3	2,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Exportações	43,6	3,7	3,8	3,7	3,6	3,6	3,7	4,0	3,6
Importações	43,5	4,9	6,3	4,7	4,1	4,1	4,7	4,9	4,2
Contributo para o crescimento do PIB líquido de importações (em pp) ^(a)									
Procura interna		1,3	1,3	1,1	1,0	1,2	1,2	1,0	1,0
Exportações		0,8	0,4	0,6	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6
Emprego ^(b)		2,3	1,5	0,9	0,4	2,2	1,2	0,9	0,4
Taxa de desemprego		7,0	6,1	5,5	5,2	7,0	6,2	5,5	5,3
Balança corrente e de capital (% PIB)		0,4	0,6	0,6	0,9	1,3	1,3	1,3	1,6
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,0	0,2	-0,2	-0,4	1,5	1,1	0,9	0,7
Índice harmonizado de preços no consumidor		1,2	0,8	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6

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 2. Eventuais diferenças entre a taxa de crescimento do PIB e a soma dos contributos deve-se a arredondamentos. (b) Emprego total em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais.

À semelhança do observado nos últimos anos, o padrão de crescimento projetado para a economia portuguesa permanece assente no crescimento do consumo privado, no dinamismo da formação

1. Estas projeções englobam a informação disponível até 15 de março, assim como o conjunto de hipóteses de enquadramento consistente com o exercício de projeção do BCE (Capítulo 2).
2. O crescimento projetado para a área do euro é 1,1% em 2019, 1,6% em 2020 e 1,5% em 2021.
3. Para uma discussão mais aprofundada sobre a taxa de juro natural na área do euro e os importantes desafios para a condução da política monetária que a sua permanência em níveis historicamente baixos acarreta ver o Tema em destaque “A taxa de juro natural: Do conceito aos desafios para a política monetária”.

bruta de capital fixo (FBCF) e no aumento sustentado das exportações. O peso das exportações no PIB deverá situar-se em cerca de 47% em 2021, aumentando cerca de 3 pontos percentuais (pp) do PIB face a 2018 (Capítulo 3). Esta evolução traduz-se no aumento continuado do grau de abertura da economia portuguesa.

Ao longo do horizonte de projeção, e tal como em 2018, o contributo da procura interna para o crescimento do PIB será superior ao das exportações. Neste contexto, o crescimento das importações será maior do que o das exportações, o que se traduz num saldo negativo da balança de bens e serviços a partir de 2020. Não obstante, projeta-se a manutenção de um excedente da balança corrente e de capital ao longo do horizonte de projeção, com um contributo importante do aumento esperado das transferências da União Europeia (UE) neste período (Caixa 2). Face ao exercício de dezembro de 2018 este excedente foi revisto em baixa.

Em linha com a área do euro, o aumento da inflação deverá manter-se contido ao longo do horizonte de projeção (Capítulo 5), apesar da redução gradual da margem disponível no mercado de trabalho (Capítulo 4) e no mercado do produto, com a generalidade das estimativas a apontar para hiatos do desemprego negativos e hiatos do produto positivos.

⋮ Ligeira revisão em baixa do crescimento do PIB em 2019 ⋮ e revisão em baixa da inflação no horizonte 2019-21

A atual projeção para a taxa de crescimento anual do PIB em 2019 foi revista em baixa 0,1 pp face à publicada no *Boletim Económico* de dezembro. Relativamente a 2020-21, as projeções para o crescimento do PIB permanecem virtualmente inalteradas. A revisão em 2019 reflete, em parte, a incorporação das Contas Nacionais Trimestrais para o quarto trimestre de 2018, que revelaram um dinamismo da atividade no final do ano ligeiramente inferior ao antecipado no anterior exercício de projeção.⁴ Adicionalmente, a revisão do conjunto das hipóteses de enquadramento externo tem um impacto ligeiramente negativo na atividade, determinado em larga medida pela revisão em baixa do indicador de procura externa dirigida à economia portuguesa. A revisão da hipótese de procura externa é também o principal fator explicativo do erro na projeção para a taxa de crescimento do PIB em 2018 elaborada pelo Banco de Portugal há um ano atrás (Caixa 3). Por seu lado, os indicadores de curto prazo disponíveis para o início de 2019 têm uma evolução mais favorável do que o anteriormente antecipado.

A projeção para a inflação foi revista em baixa 0,6 pp em 2019 e 0,3 pp em 2020 e 2021, num contexto em que a projeção para a inflação na área do euro foi igualmente revista em baixa em todo o horizonte de projeção. Estas revisões refletem a incorporação da informação divulgada após a publicação do *Boletim Económico* de dezembro (incluindo a atualização das hipóteses), alterações em alguns preços sujeitos a regulação, bem como perspectivas mais moderadas para a atividade económica.

2 Enquadramento externo e hipóteses técnicas das projeções

O enquadramento externo da economia portuguesa manteve-se globalmente benigno em 2018, mas o ritmo de expansão da atividade económica mundial foi ligeiramente inferior ao antecipado. Tal

4. Uma análise mais detalhada da evolução económica em 2018 será disponibilizada no *Boletim Económico* de maio, a divulgar no dia 8 desse mês.

refletiu um abrandamento do PIB nas economias avançadas associado à maturação do ciclo nestas economias, mas que foi acentuado por fatores de natureza específica e idiossincráticos, com destaque para os estrangulamentos na produção de automóveis na Alemanha, os riscos associados às medidas de política anunciadas em Itália e a incerteza quanto ao processo de saída do Reino Unido da UE. Na área do euro, o PIB cresceu 1,9% em 2018, abaixo dos 2,5% observados em 2017, sendo que a desaceleração da atividade foi relativamente generalizada em termos de países, embora mais marcada na Alemanha e na Itália na segunda metade do ano. Por seu turno, o ritmo de crescimento do comércio mundial reduziu-se em 2018, num contexto de desaceleração da atividade industrial a nível global e de disputas comerciais (Gráfico I.2.1). Refira-se que estes desenvolvimentos ocorreram num quadro de elevada incerteza global.

No horizonte de projeção, a expansão da economia mundial deverá continuar a um ritmo mais moderado, num contexto de maturação da expansão e de diminuição gradual dos estímulos de política monetária e de política orçamental nas principais economias avançadas, em particular nos Estados Unidos da América (EUA), bem como de desaceleração gradual da economia chinesa. Em contraste, espera-se a recuperação da atividade nas economias emergentes mais afetadas pelos recentes episódios de turbulência financeira. De acordo com as hipóteses do exercício, o PIB mundial deverá desacelerar de 3,5% em 2018 para 3,3% em 2019, mantendo-se em torno desse valor entre 2020 e 2021 (Quadro I.2.1).⁵ Para a área do euro, projeta-se uma nova redução do crescimento em 2019, para 1,1%, num quadro de deterioração dos indicadores de sentimento económico nos últimos meses em diversos países e setores, que sugere alguma persistência dos fatores adversos que afetaram o desempenho da atividade em 2018. Assumindo um desvanecimento gradual destes fatores, a manutenção dos determinantes fundamentais que sustentam a expansão da área do euro deverá traduzir-se numa recuperação do crescimento económico em 2020-21, para valores em torno de 1,5%. Face às projeções de dezembro, o crescimento do PIB na área do euro foi revisto em baixa em 2019 e 2020 (-0,6 pp e -0,1 pp, respetivamente), mantendo-se inalterado em 2021.

Ao nível do comércio mundial, antecipa-se um abrandamento mais notório do que o da atividade em 2019, num quadro de elevada incerteza geopolítica e quanto às políticas comerciais. De acordo com as hipóteses do exercício, o comércio mundial cresce 2,8% em 2019 (-1,6 pp que em 2018) e acelera para 3,6% no final do horizonte. Relativamente à procura externa dirigida à economia portuguesa, após a desaceleração observada ao longo de 2018, antecipa-se que mantenha um ritmo de crescimento relativamente estável em 2019-21 e próximo do estimado para 2018. Esta evolução está associada a alguma recuperação do crescimento do comércio intra-área do euro e a uma moderação do crescimento das importações extra-área do euro (Gráfico I.2.2). Face às hipóteses do exercício de dezembro, o crescimento da procura externa foi revisto em baixa em 2019 e 2020 (-0,5 pp e -0,2 pp, respetivamente).

O preço do petróleo apresentou uma significativa volatilidade ao longo de 2018, oscilando entre cerca de 50 e quase 90 USD/barril. Até outubro, prevaleceu uma tendência ascendente, no contexto de procura mundial sustentada e de restrições do lado da oferta. A partir de outubro, verificou-se uma inversão abrupta no preço desta matéria-prima, associada a aumentos de produção de alguns produtores e receios de excesso de oferta, bem como ao impacto esperado da revisão em baixa das perspetivas de crescimento global sobre a procura de *crude*. Com base nas hipóteses técnicas,

5. As hipóteses para a atividade e comércio mundiais e as projeções para o PIB e inflação da área do euro coincidem com as do exercício de projeção do BCE divulgado a 7 de março (ver "Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE", março de 2019). O enquadramento externo da área do euro e as hipóteses técnicas relativas ao preço do petróleo, taxas de juro e taxas de câmbio incluem a informação disponível até 12 de fevereiro.

o preço do petróleo deverá baixar cerca de 10 dólares em 2019, para 62 USD/barril, e fixar-se em 61 USD/barril em 2020-21. Face às hipóteses do exercício de dezembro, assinala-se uma revisão em baixa ligeiramente superior a 5 USD/barril no preço do *brent* ao longo de 2019-21.

Quadro I.2.1 • Hipóteses de enquadramento

		BE março 2019				Revisões face ao BE dezembro 2018			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Enquadramento internacional									
PIB mundial	tva	3,5	3,3	3,4	3,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Comércio mundial	tva	4,4	2,8	3,6	3,6	-0,3	-0,9	-0,1	-0,3
Procura externa	tva	3,4	3,1	3,6	3,4	0,0	-0,5	-0,2	0,0
Preço do petróleo em dólares	vma	71,1	61,7	61,3	60,6	-0,7	-5,8	-5,5	-5,3
Preço do petróleo em euros	vma	60,2	54,2	53,8	53,2	-0,7	-5,3	-5,0	-4,9
Condições monetárias e financeiras									
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	2,9	2,8	2,7	2,6	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	2,5	-1,4	0,0	0,0	0,1	-0,7	0,0	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,18	1,14	1,14	1,14	0,0	0,4	0,4	0,4

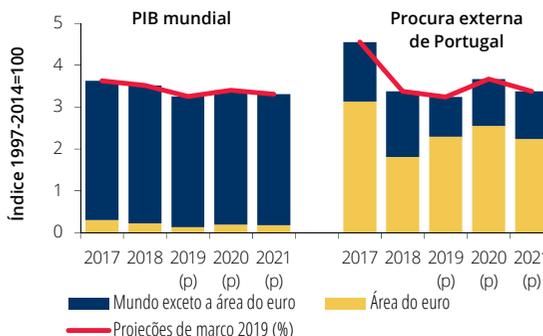
Fonte: Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. A revisão da taxa de câmbio euro-dólar é apresentada em percentagem. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. 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 hipótese para a taxa de juro de longo prazo da dívida pública portuguesa baseia-se numa estimativa da taxa implícita, que inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões.

Gráfico I.2.1 • PMI da atividade global e incerteza económica global



Fontes: Markit e www.policyuncertainty.com. | Nota: mm3 – média móvel de três meses.

Gráfico I.2.2 • PIB mundial e procura externa de Portugal | Contributos para taxa de variação anual, em pontos percentuais



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

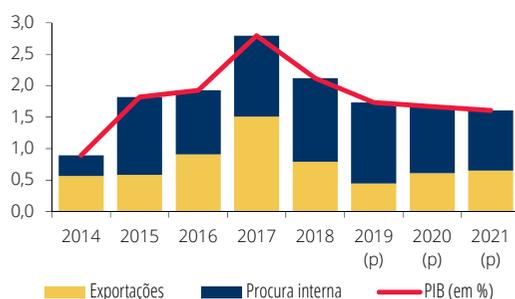
As taxas de juro de curto prazo mantiveram-se em níveis historicamente baixos em 2018. De acordo com as expetativas de mercado, antecipa-se um aumento muito gradual a partir de 2020, com a taxa de juro a 3 meses a situar-se em cerca de 0% no final do horizonte de projeção. As atuais hipóteses incorporam uma revisão em baixa das taxas de juro face às consideradas no exercício de dezembro, no contexto de adiamento de expetativas de mercado quanto a uma subida das taxas de juro diretoras.

Relativamente às hipóteses de finanças públicas, que serão referidas ao longo do texto, são incluídas apenas as medidas de política orçamental já aprovadas (ou com elevada probabilidade de aprovação) e com suficiente grau de especificação, em linha com as regras adotadas no Eurosistema.

3 Despesa e contas externas

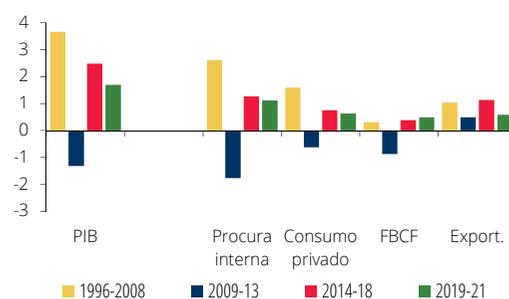
O crescimento do PIB deverá refletir a evolução favorável da procura interna e das exportações, sendo que o contributo líquido da procura interna deverá ser superior ao das exportações em 2019-21 (Gráfico I.3.1). À semelhança do verificado no período de recuperação, antecipa-se que o contributo da procura interna esteja associado ao crescimento do consumo privado e à dinâmica da FBCF, nomeadamente da FBCF empresarial (Gráfico I.3.2). A evolução projetada para a procura interna é compatível com a gradual redução do elevado nível de endividamento dos vários setores da economia em percentagem do PIB ao longo do horizonte de projeção.

Gráfico I.3.1 • Principais contributos líquidos de importações para o crescimento real do PIB | Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2015. Para mais informações, ver a Caixa 2.

Gráfico I.3.2 • Contributos líquidos de importações para as variações médias anuais do PIB real | Em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. Export. – Exportações de bens e serviços. 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 2.

⋮ Crescimento do consumo privado em linha com o rendimento disponível

Nos últimos cinco anos o consumo privado tem apresentado um crescimento relativamente estável, em torno de 2,4%. Ao longo do horizonte de projeção o consumo privado deverá continuar a crescer de forma moderada, a uma taxa média de 2,1%, que é ligeiramente superior ao crescimento médio do PIB.

O aumento do consumo privado está associado à evolução favorável do rendimento disponível real das famílias, que reflete o aumento do emprego e dos salários nominais, incluindo o salário mínimo em 2019, e a evolução contida dos preços. A confiança dos consumidores permanece em níveis elevados, apesar de inferiores aos observados no passado recente, com as famílias a manterem expectativas positivas em relação à evolução da sua situação financeira. Adicionalmente, as hipóteses para a evolução das variáveis orçamentais em 2019 contribuem para o aumento do rendimento disponível das famílias. Em particular, para além do descongelamento de carreiras nas administrações públicas, são de destacar os efeitos das medidas de redução dos impostos sobre as famílias e de aumento das prestações sociais.

Ao longo do horizonte de projeção, o consumo privado (corrente e duradouro) desacelera, em linha com o rendimento disponível real, cujo abrandamento reflete essencialmente a desaceleração do emprego. O desvanecimento do impacto associado ao aumento do salário mínimo e às medidas de finanças públicas incorporadas, bem como a redução da inflação em 2019 influenciam a trajetória de desaceleração. Neste contexto, antecipa-se que a taxa de poupança das famílias se mantenha em níveis baixos.

Relativamente ao consumo público, as hipóteses consideradas na projeção apontam para um crescimento ligeiramente positivo em 2019, inferior ao observado em 2018. No caso da despesa em bens e serviços, esta evolução decorre, em larga medida, da reversão do efeito pontual de despesas relacionadas com os incêndios de 2017 (com impacto no consumo intermédio de 2018), bem como da redução esperada dos encargos com parcerias público-privadas do setor rodoviário. Relativamente às despesas com pessoal, considera-se igualmente uma desaceleração em 2019, em linha com o menor crescimento do emprego público. No remanescente do horizonte de projeção, o consumo público deverá permanecer relativamente constante, num contexto em que se assume um crescimento muito moderado do emprego público.

∴ Evolução dinâmica do investimento

A FBCF deverá crescer em torno de 6%. O principal contributo para esta evolução está associado à componente empresarial. Este desempenho está ancorado num conjunto de fatores favoráveis ao investimento, nomeadamente: a manutenção de perspetivas globalmente positivas para a evolução da procura; taxas de utilização da capacidade produtiva próximas da média no período pré-crise; a necessidade de recuperação e renovação do *stock* de capital; condições de financiamento favoráveis; e a realização de alguns projetos de infraestruturas de grande dimensão que, em alguns casos, estarão associados a financiamento europeu, num quadro de aproximação do final do atual período de programação.

Não obstante, antecipa-se uma redução do dinamismo em 2019-21 quando comparado com o crescimento médio observado em 2016-18. A informação dos inquéritos qualitativos sugere que os empresários têm vindo a avaliar de forma menos otimista a evolução da sua atividade no futuro próximo (Gráfico I.3.3). As decisões de investimento das empresas, principalmente das empresas exportadoras, poderão ser condicionadas negativamente pela incerteza associada às tensões comerciais a nível global.

No período 2019-21 antecipa-se que o investimento em habitação continue o processo de recuperação, dada a manutenção dos principais fatores de crescimento – aumento da procura de residentes e não residentes e acesso a financiamento com baixas taxas de juro. Contudo, deverá ocorrer uma progressiva desaceleração no mercado da habitação, para a qual também contribui o menor ritmo de crescimento da atividade económica face aos últimos anos. Neste contexto, o peso da FBCF em habitação no PIB deverá manter-se relativamente estável em torno de 3% até ao final do horizonte de projeção.

Relativamente ao investimento público, projeta-se uma ligeira aceleração em 2019, em linha com o incluído no Orçamento do Estado para 2019 (OE2019). Ao longo do horizonte de projeção, assume-se uma evolução positiva mas gradualmente mais moderada.

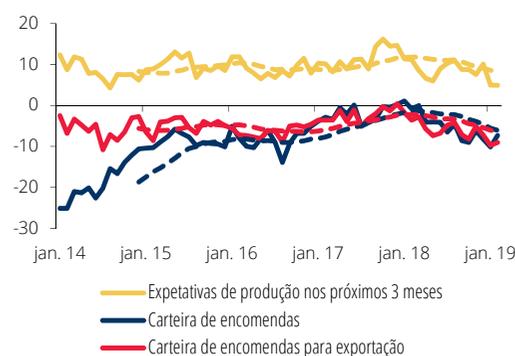
∴ Crescimento das exportações em linha com a procura externa

Ao longo do horizonte de projeção, as exportações deverão crescer de forma relativamente estável em torno de 3,7%, evoluindo em linha com o indicador de procura externa dirigida à economia portuguesa e com pequenos ganhos de quota de mercado (Gráfico I.3.4).

No período 2019-2021, a procura externa mantém um crescimento próximo do estimado para 2018, num quadro em que a atividade económica global e, em particular, na área do euro evoluem favoravelmente, com o crescimento a aproximar-se do respetivo potencial, que se estima ser inferior ao observado antes da crise financeira internacional. Adicionalmente, antecipa-se a progressiva normalização de efeitos setoriais específicos, nomeadamente relacionados com a produção automóvel e a indústria petrolífera, que influenciaram de forma significativa (com sinais contrários) a quota de mercado das exportações em 2018. Os ganhos de quota de mercado projetados para 2019-21 estão essencialmente relacionados com a atividade turística. À semelhança do observado em 2018, as exportações de turismo deverão abrandar ao longo do horizonte de projeção, após os crescimentos extraordinários registados no passado recente e num quadro de recuperação de alguns destinos concorrentes.⁶

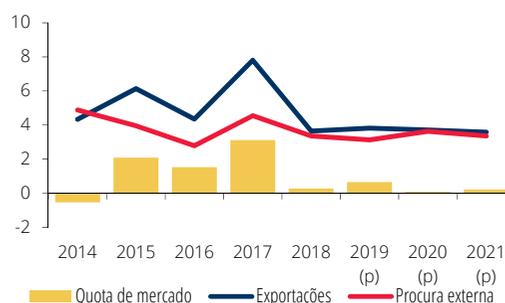
Como habitualmente, assume-se que as importações evoluem em linha com a procura global ponderada pelos conteúdos importados, tendo em conta os padrões médios observados no passado (Caixa 4).

Gráfico I.3.3 • Indicadores qualitativos da indústria transformadora | Saldos de respostas extremas



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

Gráfico I.3.4 • Exportações de bens e serviços, procura externa e quota de mercado | Taxa de variação anual, em percentagem



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

Manutenção da capacidade de financiamento da economia, com deterioração do saldo da balança de bens e serviços

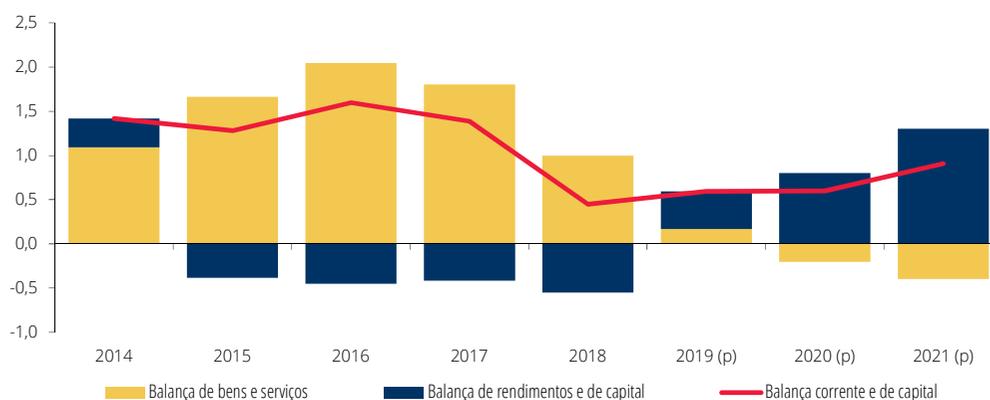
Ao longo do horizonte de projeção a economia portuguesa deverá manter a capacidade de financiamento face ao exterior, que se reflete num excedente médio da balança corrente e de capital de 0,7% do PIB.

Em 2018, o excedente da balança corrente e de capital diminuiu 1 pp do PIB face ao ano anterior, para 0,4% do PIB, refletindo essencialmente um aumento mais pronunciado das importações de bens e serviços face às exportações, em termos reais. Para 2019 e os anos seguintes, antecipa-se a continuação da diminuição progressiva do saldo da balança de bens e serviços, para níveis negativos a partir de 2020. Contudo, esta evolução deverá ser acompanhada de uma melhoria do saldo das balanças de rendimentos e de capital (Gráfico I.3.5). Neste contexto, o excedente da balança corrente e de capital aumenta ao longo do horizonte de projeção, atingindo 0,9% do PIB em 2021.

6. Para uma discussão mais aprofundada sobre as exportações de turismo ver o Tema em destaque “Exportações de turismo em Portugal: desenvolvimentos recentes e perspetivas futuras”, *Boletim Económico* de dezembro de 2018.

A deterioração do saldo da balança de bens e serviços traduz, em larga medida, um efeito de volume negativo, refletindo o maior dinamismo das importações face às exportações. 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. Dado que os recebimentos de fundos europeus ficaram ligeiramente aquém do observado no anterior ciclo de apoios, em igual fase do período de programação, projeta-se uma recuperação destes recebimentos no horizonte de projeção (Caixa 2). Em 2021, o saldo da balança de capital também será afetado 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.

Gráfico I.3.5 • Principais componentes da balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



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

4 Mercado de trabalho

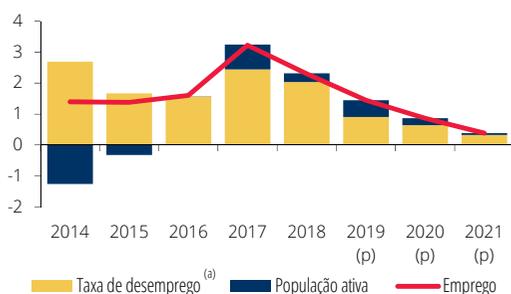
... Evolução favorável do mercado de trabalho, com recuperação do produto por trabalhador

Ao longo do horizonte de projeção, antecipa-se que o emprego continue a crescer, embora a um ritmo progressivamente mais moderado. Esta evolução será comum ao setor privado e ao setor público. A tendência de desaceleração reflete a maturação do ciclo económico e o aumento das restrições ao nível da oferta de trabalho. O número de empresas que reporta ter dificuldade em contratar pessoal qualificado encontra-se em valores acima da média histórica. De entre os fatores limitativos da produção, as empresas identificaram a dificuldade de contratação como sendo o segundo fator mais relevante em 2018. A percentagem de empresas que considera esta dificuldade como sendo limitativa do investimento também tem vindo a aumentar.

O crescimento do emprego está associado à diminuição do número de desempregados e, em menor grau, ao aumento da população ativa (Gráfico I.4.1). A taxa de desemprego deverá manter uma trajetória descendente ao longo do horizonte de projeção, passando de 7% em 2018 para 5,2% em 2021. No entanto, esta redução ocorrerá a um ritmo mais moderado do que o observado nos últimos anos. Apesar da evolução demográfica desfavorável – que poderá ser mitigada caso se mantenham saldos migratórios positivos –, a população ativa deverá apresentar variações

ligeiramente positivas, refletindo o regresso ao mercado de trabalho de indivíduos desencorajados, o aumento progressivo da idade de reforma e o aumento da participação feminina.

Gráfico I.4.1 • Evolução do emprego
| Contributos para a taxa de variação anual, em pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. (a) Um contributo positivo indica que uma redução da taxa de desemprego contribuiu para o aumento do emprego. O emprego é medido em número de indivíduos de acordo com o conceito de Contas Nacionais. A população ativa inclui um fator de escala de forma a compatibilizar os níveis do emprego do Inquérito ao Emprego com os das Contas Nacionais.

Gráfico I.4.2 • Contributo do produto por trabalhador e do emprego para a taxa de variação anual do PIB | 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.

Após uma fase de recuperação caracterizada por um aumento expressivo do emprego, superior ao da atividade, perspetiva-se uma evolução positiva do produto por trabalhador ao longo do horizonte de projeção (Gráfico I.4.2). O crescimento da produtividade está associado a alguns fatores, nomeadamente a gradual recuperação e renovação do *stock* de capital produtivo à disposição dos trabalhadores, um processo por natureza lento, e a melhoria da afetação dos recursos na economia portuguesa.

5 Preços e salários

⋮ Aumento moderado dos preços

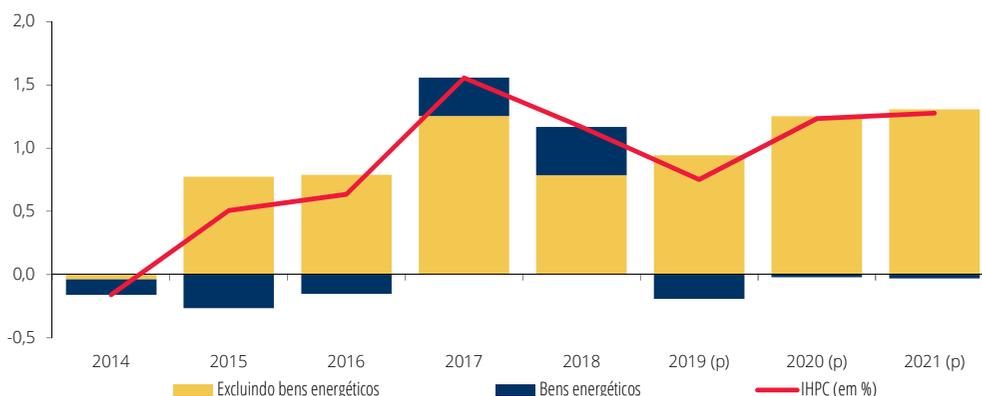
De acordo com as projeções, a inflação, medida pela taxa de variação do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), deverá diminuir de 1,2% em 2018 para 0,8% em 2019, aumentando gradualmente no período 2020-21 (Gráfico I.5.1). Comparando com as projeções mais recentes para a área do euro, antecipa-se uma evolução dos preços inferior à projetada para a área do euro⁷.

Nos últimos anos registou-se uma redução gradual dos recursos disponíveis no mercado de trabalho e no mercado do produto, que se deverá manter no horizonte de projeção, num quadro de maturação do ciclo económico. Esta evidência tem-se traduzido numa aceleração gradual dos salários nominais no setor privado. No horizonte de projeção, antecipa-se a continuação desta tendência, sendo que a evolução dos salários em 2019 é influenciada, por um lado, pela atualização do salário mínimo e, por outro lado, pela expectativa de uma evolução moderada dos preços. A evolução salarial no setor público inclui o descongelamento gradual das progressões salariais na

7. Ver nota 5.

administração pública (que teve início em 2018 e cujos efeitos se estendem até 2020), bem como a hipótese de atualização salarial em linha com a inflação em 2020-21.

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



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

No caso dos preços no consumidor tem-se observado uma evolução moderada, não só em Portugal, mas também noutras economias, nomeadamente na área do euro. Este enquadramento está associado a um conjunto de fatores que contribuem para mitigar o aumento dos preços. Ao nível externo, assumem-se pressões inflacionistas moderadas, bem como a diminuição do preço do petróleo, em linha com as hipóteses de enquadramento. Adicionalmente, a transmissão dos custos salariais para os preços pode ser mais limitada, num contexto de expectativas de inflação ancoradas em níveis moderados e de recuperação da produtividade, que contribui para a evolução moderada dos custos unitários do trabalho. As variações das margens de lucro também deverão permanecer contidas, após alguma evidência de compressão nos últimos dois anos, que poderá prolongar-se ao início do horizonte de projeção.

Existem alguns fatores específicos de natureza temporária que reforçam a redução da inflação em 2019. Um desses fatores é o gradual desvanecimento dos aumentos muito significativos dos preços dos serviços relacionados com o turismo registados no passado recente. Para além disso, a evolução dos preços em 2019 inclui reduções em alguns preços sujeitos a regulação, nomeadamente dos manuais escolares, da eletricidade e dos serviços de transporte de passageiros, em linha com a medida de subsidiação de passes sociais incluída no OE2019 (com impacto positivo no deflator do consumo público).

6 Incerteza e riscos

⋮ Riscos descendentes para a atividade e equilibrados para a inflação

As projeções apresentadas referem-se ao cenário mais provável, condicional ao conjunto de hipóteses apresentado no quadro I.2.1. Este cenário central 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 não foram considerados nas projeções.

Ao longo do horizonte de projeção anteveem-se riscos descendentes para a atividade associados ao enquadramento internacional. Estes riscos estão associados à possibilidade da recente perda de dinamismo da economia da área do euro – que concentra os principais mercados de exportação de Portugal – refletir fatores de natureza mais persistente, à intensificação das políticas protecionistas, ao agravamento de tensões geopolíticas e a uma desaceleração mais acentuada da economia chinesa. Adicionalmente, a economia portuguesa também pode ser afetada por riscos associados a um aumento da turbulência nos mercados financeiros e a um recrudescimento de tensões nos mercados da dívida soberana na área do euro. Se estes riscos se materializarem, as exportações e a procura interna serão negativamente afetadas e a evolução do saldo das contas externas poderá ser desfavorável. O aumento da incerteza a nível global, para o qual contribui, por exemplo, o processo de saída do Reino Unido da União Europeia, constitui uma ameaça à confiança dos empresários, podendo conduzir ao adiamento de investimentos.

A dimensão do impacto negativo na atividade económica associada a estes cenários depende naturalmente da natureza e da magnitude dos choques que afetarem a economia. A caixa 1 apresenta um exercício de sensibilidade da evolução da atividade económica em Portugal a choques negativos de procura externa.

Relativamente à inflação, considera-se que os riscos são equilibrados. A inflação pode ser mais elevada no caso de se intensificarem as pressões no mercado de trabalho e a sua transmissão aos preços se revelar mais rápida, em Portugal e na área do euro, e caso se verifiquem aumentos das tarifas comerciais com impacto nos preços de importação. Estes riscos ascendentes são, porém, contrabalançados por riscos descendentes associados à possibilidade de um menor dinamismo da atividade económica.

7 Conclusão

A economia portuguesa deverá continuar a crescer no período 2019-21, enquadrada por uma envolvente económica e financeira globalmente favorável. Contudo, o ritmo de crescimento deverá ser inferior ao observado nos últimos anos, situando-se próximo das estimativas disponíveis para o crescimento potencial. A perspetiva de redução do crescimento é comum a outras economias, nomeadamente à área do euro. Um fator que contribui para esta evolução é a desaceleração do comércio mundial, existindo o risco de esta tendência se acentuar.

Adicionalmente, em Portugal persistem ainda constrangimentos específicos ao crescimento no médio e longo prazo. Apesar da evolução favorável observada nos últimos anos, assente num perfil de crescimento mais sustentável, mantêm-se vários desafios (demográficos, tecnológicos, institucionais e elevados níveis de endividamento) ao potencial de crescimento da economia portuguesa.⁸ Neste quadro, afigura-se essencial a 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.

8. Para uma discussão mais aprofundada sobre o produto potencial ver o Tema em destaque "Produto potencial: desafios e incertezas", *Boletim Económico* de dezembro de 2017.

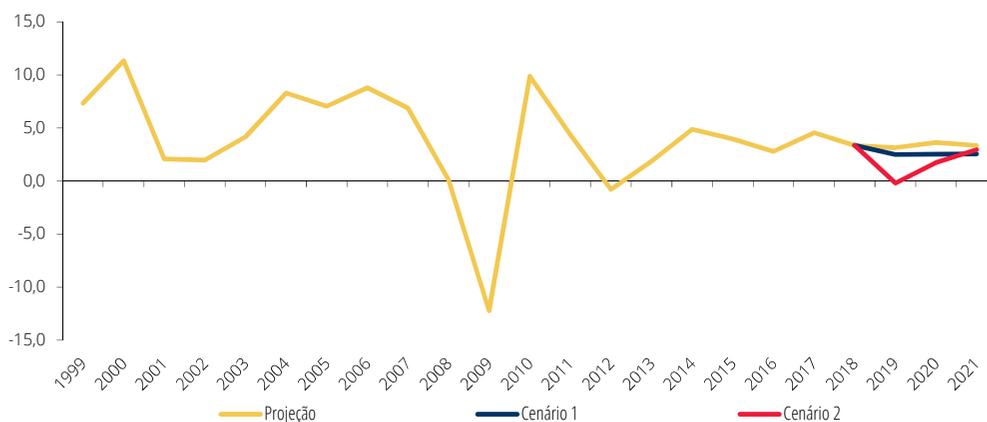
Caixa 1 • Uma análise de sensibilidade das projeções a choques adversos de procura externa

As exportações de bens e serviços têm registado um comportamento muito favorável ao longo da última década, tendo assumido um papel crucial no processo de ajustamento da economia portuguesa. Ao longo do horizonte de projeção, e de acordo com as hipóteses de enquadramento internacional do exercício de projeção do Eurosistema, antecipa-se um crescimento médio anual da procura externa de 3,4% no período 2019-21, um ritmo próximo do observado em 2018. Neste quadro, as exportações de bens e serviços continuarão a apresentar um contributo significativo para o crescimento da economia portuguesa nos próximos anos.

Este cenário relativamente benigno para a procura externa está sujeito a um conjunto alargado de fatores de risco e incerteza. Deste conjunto destacam-se, pelo seu potencial impacto nos fluxos de comércio a nível mundial, a possibilidade da recente perda de dinamismo da economia da área do euro – que concentra os principais mercados de exportação de Portugal – refletir fatores de natureza mais persistente que o atualmente esperado. Destaca-se ainda a possibilidade de um agravamento das tensões geopolíticas e de implementação de novas medidas protecionistas, bem como a hipótese de se verificar um abrandamento da economia chinesa mais forte do que o esperado. A procura externa dirigida aos exportadores portugueses pode ser também negativamente afetada por uma diminuição das relações comerciais entre o Reino Unido e a União Europeia. A materialização de alguns destes riscos representaria um choque negativo sobre a procura externa dirigida às empresas portuguesas, com impacto na atividade económica.

Neste contexto, esta caixa apresenta dois cenários alternativos que visam ilustrar o impacto na economia portuguesa da materialização de alguns dos riscos referidos anteriormente, utilizando o modelo macroeconómico do Banco de Portugal. Refira-se que nos cenários apresentados considerou-se somente o impacto via procura externa dirigida às empresas portuguesas, não tendo sido considerados outros canais de transmissão de potenciais choques externos.

Gráfico C1.1 • Procura externa dirigida à economia portuguesa | Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: Banco Central Europeu e Banco de Portugal.

O primeiro cenário considera a hipótese de maior persistência da recente desaceleração na área do euro. Efetivamente, as projeções para a área do euro apresentadas recentemente pelo Banco

Central Europeu assentam no pressuposto de que os fatores adversos que afetaram recentemente a economia mundial e, em particular, a área do euro, se irão dissipar na segunda metade de 2019. A não dissipação destes fatores ao longo dos próximos trimestres implicaria uma menor procura externa dirigida à economia portuguesa. Neste contexto, assumiu-se neste cenário que a atividade económica na área do euro e as respetivas importações apresentariam taxas de variação ao longo do horizonte de projeção semelhantes às observadas no segundo semestre de 2018. Este cenário implica um crescimento da procura externa em torno de 2,5% ao longo do horizonte de projeção, que compara com a hipótese subjacente às projeções deste Boletim de um crescimento médio de 3,4% (Gráfico C1.1). Neste cenário, tal como no seguinte, assume-se que a evolução menos favorável da área do euro não tem impacto nas restantes variáveis de enquadramento da economia portuguesa (com destaque para as taxas de juro, a taxa de câmbio, o preço do petróleo e o preço dos concorrentes).

O segundo cenário, com uma probabilidade de ocorrência inferior, corresponde a um choque mais adverso de procura externa, decorrente da materialização de um conjunto mais alargado de riscos. O choque de procura externa em 2019 tem uma dimensão e duração semelhantes ao choque ocorrido em 2012, no contexto da crise das dívidas soberanas da área do euro (Gráfico C1.1) ⁹. Neste cenário a taxa de crescimento da procura externa em 2019 é inferior em 3,3 pp às hipóteses consideradas nas projeções apresentadas neste Boletim e inferior em 1,9 pp em 2020. Neste contexto, observar-se-ia uma virtual estabilização do nível de procura externa em 2019 e um crescimento de 1,7% em 2020, enquanto a variação em 2021 não diferiria substancialmente do assumido nas projeções (Gráfico C1.2).

Um choque de procura externa afeta diretamente as exportações de bens e serviços. Em comparação com o cenário central, a redução da procura agregada tem um impacto negativo sobre a procura de fatores produtivos, isto é, de capital e de trabalho, e conduz a uma redução do investimento e do emprego. A menor pressão sobre o mercado de trabalho leva a uma redução de salários que, conjugada com o aumento da taxa de desemprego, implica uma diminuição do rendimento disponível das famílias e do consumo privado.

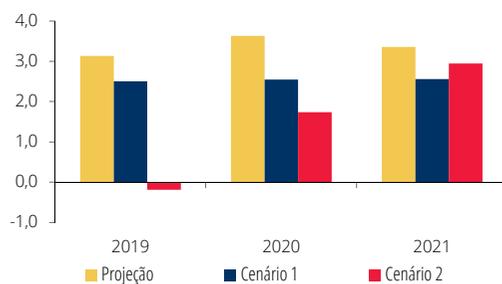
O impacto global sobre o crescimento da atividade dos cenários de menor procura externa é negativo (Gráfico C1.3). No primeiro cenário considerado, esse impacto corresponde a -0,1 pp no primeiro ano e -0,3 pp no segundo ano. No cenário mais adverso, o impacto sobre a taxa de crescimento do PIB atinge -0,7 pp em 2019 e em 2020. No último ano do horizonte de projeção, o choque de procura externa já teria um impacto pequeno na taxa de crescimento do PIB, cerca de -0,2 pp em ambos os cenários.

9. Na prática, a quantificação do choque a implementar resultou de um exercício estilizado utilizando como métrica para o choque uma medida de dispersão. Neste sentido, calculou-se o desvio-padrão medido na taxa de crescimento trimestral da procura externa, utilizando dados desde o início da área do euro. O choque implementado correspondeu a um choque negativo de um desvio-padrão (1,8%) na procura externa no primeiro trimestre de 2019. Pela natureza dos riscos identificados, o choque implementado não deverá ser um choque temporário que afete apenas um trimestre, mas deverá apresentar alguma persistência. A persistência do choque foi estimada recorrendo a um modelo autorregressivo de primeira ordem, utilizando o mesmo período amostral, tendo-se obtido a estimativa de 0,68. O choque implementado na procura externa pode ser definido por:

$$\Delta wdr_t = \rho \Delta wdr_{t-1} + e_t$$

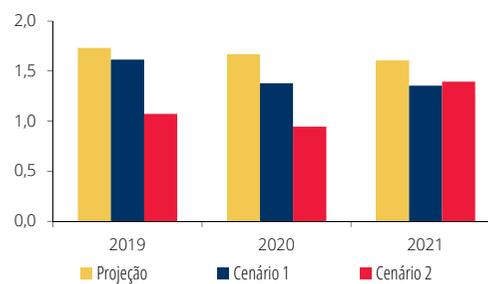
em que Δwdr_t corresponde à taxa de variação em cadeia da procura externa, ρ corresponde à persistência do choque, ou seja, 0,68 e e_t é o termo do erro, isto é, assume o valor de -1.8% no momento do choque. Esta metodologia resulta num perfil anual para a procura externa comparável com o observado em 2012.

Gráfico C1.2 • Procura externa dirigida à economia portuguesa | Taxa de variação, anual em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu e Banco de Portugal.

Gráfico C1.3 • Produto interno bruto | Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Refira-se ainda que o choque negativo de procura externa levaria a uma redução da inflação e a uma deterioração do saldo da balança de bens e serviços em percentagem do PIB e consequentemente do saldo da balança corrente e de capital face ao considerado nas projeções. De acordo com a calibração apresentada, o saldo da balança corrente e de capital apresentaria no final do terceiro ano uma deterioração de 0,4 pp do PIB no cenário 1 e de 0,9 pp do PIB no cenário mais adverso.

Caixa 2 • Impacto dos recebimentos de fundos da União Europeia na balança corrente e de capital: Portugal 2020 em perspetiva

Desde a adesão à Comunidade Económica Europeia, Portugal tem vindo a receber fundos que visam apoiar a coesão económica, social e territorial no espaço europeu. Com base na informação disponível, estima-se que Portugal terá recebido, desde 1986 até ao final de 2018, um valor acumulado em torno de 130 mil milhões de euros, a preços de 2011, o que corresponde, em termos médios, a cerca de 2,5% do PIB por ano. Portugal também transfere recursos para o orçamento europeu, nomeadamente no âmbito dos direitos aduaneiros, direitos niveladores agrícolas e da contribuição financeira (baseada no Imposto sobre o Valor Acrescentado e no Rendimento Nacional Bruto). No período de 1996 a 2018 (período coberto pelas séries da balança de pagamentos), estas transferências são relativamente estáveis, situando-se em torno de 1% do PIB por ano.

No atual ciclo de apoios, os beneficiários finais receberam até ao final de 2018 cerca de 40% da dotação total prevista. Comparando por país, a percentagem de recebimentos portuguesa no atual acordo de parceria está acima da média europeia, sendo a sexta mais elevada. Comparando com os ciclos anteriores, verifica-se que a percentagem de recebimentos do atual acordo de parceria é ligeiramente inferior à observada no passado, em igual fase do período de programação. Neste contexto, antecipa-se uma recuperação dos recebimentos de fundos europeus no horizonte de projeção.

Esta caixa descreve as estimativas do Banco de Portugal para os recebimentos de fundos da União Europeia (UE) que estão subjacentes às projeções para o saldo da balança corrente e de capital apresentadas neste *Boletim Económico*, enquadrando-as numa perspetiva histórica.¹⁰ A entrada destes montantes tem necessariamente um impacto importante no saldo da balança corrente e de capital, que também se deverá observar ao longo do horizonte de projeção (Gráfico C2.1).

Uma questão prévia crucial prende-se com a delimitação do objeto de análise. Tipicamente, a discussão relativa a fundos da UE está centrada em torno dos cinco grandes ciclos de programação plurianual já implementados em Portugal: o Quadro Comunitário de Apoio I (QCA I) entre 1989 e 1993; o Quadro Comunitário de Apoio II (QCA II) entre 1994 e 1999; o Quadro Comunitário de Apoio III (QCA III) entre 2000 e 2006; o Quadro de Referência Estratégico Nacional (QREN) entre 2007 e 2013; e o atual acordo de parceria Portugal 2020 entre 2014 e 2020.¹¹ No entanto, o âmbito destes quadros varia ao longo do tempo e não engloba a totalidade dos instrumentos financeiros orientados para o desenvolvimento económico e para as políticas de apoio estrutural e de coesão disponibilizados pela UE.¹² Por razões de comparabilidade, a análise apresentada em seguida centra-se num conjunto específico de instrumentos, independentemente de estarem ou não explicitamente contemplados na regulamentação de cada quadro. Em particular, os instrumentos considerados são os atuais Fundos Europeus Estruturais e de Investimento (FEEI) e o Fundo Europeu Agrícola de Garantia (FEAGA).¹³ Apesar de não corresponderem à totalidade dos recebimentos de fundos da UE contabilizados na balança corrente e de capital, estes instrumentos representam a larga maioria desses montantes (Gráfico C2.2). Devido à sua familiaridade, optou-se por manter as designações dos ciclos de apoio, mas a sua utilização deve ser entendida em sentido lato, referindo-se genericamente aos recursos financeiros recebidos no âmbito do conjunto de instrumentos considerado, em cada período de programação.

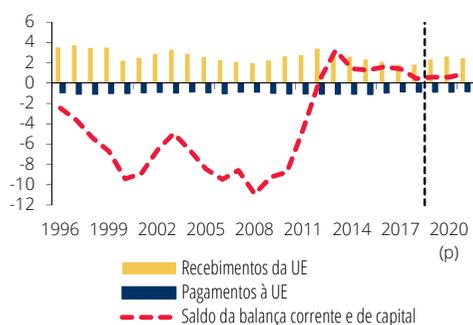
10. Os dados relativos aos fundos da UE incluídos na balança corrente e de capital traduzem as transferências para os beneficiários finais.

11. Nos três primeiros anos da adesão (1986-1988) também foram concedidos apoios, correspondendo a cerca de 1,5% do PIB por ano, financiados no âmbito do Fundo Social Europeu (FSE), do Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola (FEOGA), do Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional (FEDER) e da Linha Orçamental Específica do Programa Específico de Desenvolvimento da Indústria Portuguesa (LOE-PEDIP).

12. Esta questão também é abordada em Pires, L. M. (2017). "30 anos de Fundos Estruturais." *Relações Internacionais*, 53, 19–38.

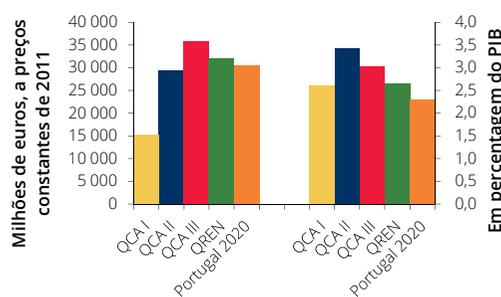
13. Os FEEI incluem o Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional (FEDER), o Fundo Social Europeu (FSE), o Fundo de Coesão (FC), o Fundo Europeu Agrícola de Desenvolvimento Rural (FEADER) (atual designação do Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola na componente orientação, FEOGA-O) e o Fundo Europeu dos Assuntos Marítimos e das Pescas (FEAMP) (atual designação do Instrumento Financeiro de Orientação da Pesca, IFOP, e do Fundo Europeu das Pescas, FEP). O FEAGA corresponde à atual designação do Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola na componente garantia (FEOGA-G). O conjunto de informação utilizado cobre todos estes fundos, à exceção do IFOP e do FEOGA-G no QCA I, para os quais não foi possível recolher informação.

Gráfico C2.1 • Fluxos com a UE e saldo da balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) – projetado. As séries da balança de pagamentos apenas estão disponíveis a partir de 1996.

Gráfico C2.2 • Os cinco grandes ciclos de apoios europeus | Em milhões de euros, a preços constantes de 2011 e em percentagem do PIB



Fontes: Agência para o Desenvolvimento e Coesão, Boletim Informativo QREN, Brochura “Fundos Estruturais 10 anos em Portugal” da Direção Geral do Desenvolvimento Regional, DGRM, IFAP/GPE e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: As designações dos ciclos de apoio são utilizadas em sentido lato, referindo-se genericamente aos recursos financeiros recebidos no âmbito do conjunto de instrumentos considerado (FEEI e FEAGA). No caso do Portugal 2020, os dados referem-se à dotação total prevista, incluindo uma estimativa para os recebimentos relativos ao FEAGA. Para obter a série anual a preços constantes de 2011 utiliza-se o deflador do consumo privado. Para a série em percentagem do PIB considera-se o valor do PIB em cada período de programação, sendo que para o atual período são incluídas as projeções apresentadas neste Boletim para 2019-20.

Os períodos de programação não são estanques, registando-se recebimentos associados a um determinado ciclo de apoios após o final do período formal de programação.¹⁴ Por exemplo, o QREN terminou formalmente em 2013, porém continuaram a registar-se recebimentos até 2016 no âmbito de projetos aprovados neste ciclo.¹⁵ Para além disso, a distribuição temporal dos recebimentos de cada ciclo não é uniforme ao longo do tempo.¹⁶ O processo de elaboração, aprovação, implementação e avaliação dos projetos que se candidatam a financiamento europeu traduz-se num padrão temporal dos fluxos financeiros, que é comum aos vários ciclos de apoios. Este padrão caracteriza-se por menores fluxos no início e no fim de cada ciclo, sendo que os maiores fluxos de recebimentos estão tipicamente concentrados em torno do final do período formal de programação.

A evolução projetada para os fundos europeus a receber no período 2019-21 leva em conta os padrões temporais médios observados no passado para os ciclos anteriores, bem como informação obtida a partir do acompanhamento do atual período de programação.

A dotação financeira no âmbito do atual período de programação é cerca de 31 mil milhões de euros, sendo que cerca de 26 mil milhões referem-se aos FEEI.¹⁷ Até ao final de 2018 os beneficiários finais já tinham recebido cerca de 40% da dotação total prevista, ou seja, a taxa de recebimentos

14. No caso do FEAGA (e anteriores designações) considera-se que não há sobreposições de financiamentos relativos a dois ciclos de apoios consecutivos.
 15. Note-se que os recebimentos em 2016 correspondem a transferências das autoridades de gestão para os beneficiários finais relativas a despesas que foram realizadas em 2015, em linha com a regra de execução deste quadro de apoio. O desfazamento temporal que pode existir entre a realização da despesa e as transferências para os beneficiários finais está tipicamente associado à necessidade de verificação da regularidade da despesa.
 16. A evolução anual dos recebimentos por período de programação segue, tanto quanto possível, o critério adotado na compilação da balança corrente e de capital, que se refere às transferências para os beneficiários finais. No caso em que não foi possível obter esta informação (FEDER, FC e FSE no QCA I, II e III) utilizou-se a evolução das transferências europeias para Portugal. Para o QCA II e III não foi possível recolher a informação do FSE e do FC relativa à evolução anual por período de programação. Nestes casos, utilizou-se uma estimativa anual com base na evolução das séries incorporadas na balança corrente e de capital.
 17. A dotação total apresentada inclui uma estimativa para os recebimentos relativos ao FEAGA no período 2019-20.

é cerca de 40%, sendo aproximadamente 35% no caso dos FEEI.¹⁸ Comparando por país, a taxa de recebimentos portuguesa no atual acordo de parceria está acima da média europeia, sendo a sexta mais elevada no conjunto total de países (Gráfico C2.3).¹⁹ De entre o grupo de países cuja dotação financeira é igual ou superior a 1% do PIB por ano (no gráfico C2.3 corresponde aos primeiros 14 países) a taxa de recebimentos portuguesa é a mais elevada. Comparando com as taxas de recebimentos observadas nos ciclos anteriores, verifica-se que o atual acordo de parceria ficou ligeiramente aquém do observado no anterior ciclo de apoio, em igual fase do período de programação, estando também abaixo dos ciclos mais antigos (Gráfico C2.4 e C2.5).

A evidência de que a taxa de recebimentos no atual acordo de parceria se encontra aquém do observado em ciclos anteriores não se verifica apenas em Portugal. Considerando o mesmo período nos diferentes ciclos de apoios (em particular, quatro anos após o seu início, o que no atual acordo de parceria corresponde ao ano de 2018), a taxa de recebimentos do atual acordo de parceria é a mais baixa, quer em Portugal, quer na maioria dos países europeus (Gráfico C2.6).²⁰

Este perfil de taxas de recebimentos mais baixas pode estar relacionado com a implementação de novas ferramentas de avaliação do desempenho dos projetos, introduzidas pela Comissão Europeia (CE) a partir de 2014.²¹ A CE tem promovido uma orientação para o planeamento integrado e para os resultados, o que torna os processos de contratualização mais exigentes. Adicionalmente, na comparação com o anterior ciclo de apoios deve ser tido em conta o facto de ter havido uma antecipação excepcional dos montantes pré-acordados de cofinanciamento europeu destinados aos países sujeitos a programas de assistência, nomeadamente Portugal, a partir de 2011.²² Por último, refira-se que os dois primeiros ciclos de apoios tiveram períodos de programação mais curtos (5 e 6 anos, respetivamente) o que naturalmente induz um perfil de antecipação nas taxas de recebimentos, quando comparadas com as dos ciclos de apoios mais recentes.

Neste contexto, projeta-se uma recuperação dos recebimentos de fundos europeus no horizonte de projeção, de 1,8% do PIB em 2018, para 2,3% do PIB em 2019, 2,6% do PIB em 2020 e 2,4% do PIB em 2021 (Gráfico C2.1). À semelhança do observado em ciclos anteriores, antecipa-se que se verifiquem recebimentos significativos relativos ao atual período de programação após 2020. Adicionalmente, o perfil estimado para os fluxos de apoios financeiros é compatível com a utilização da totalidade da dotação prevista num período até três anos após o final do período formal de programação, conforme observado no anterior ciclo de apoios.

O próximo ciclo de apoios europeus para o período de programação 2021-27 deverá manter a tendência de redução dos montantes recebidos por Portugal registada nos últimos períodos de programação (Gráfico C2.2). As rondas negociais mantêm-se, contudo, rodeadas de elevada incerteza, para a qual contribui o processo de saída do Reino Unido da União Europeia.

18. A taxa de recebimentos corresponde ao rácio entre o montante recebido pelos beneficiários finais em cada momento do tempo e o montante total recebido no período de programação. Para o atual período de programação, utiliza-se a dotação total prevista. Neste caso, a taxa de recebimentos é equivalente ao conceito "rácio pagamentos/programado" utilizado pela Agência para o Desenvolvimento e Coesão nos Boletins Informativos dos Fundos da União Europeia (<https://www.portugal2020.pt/Portal2020/monitorizacao>).

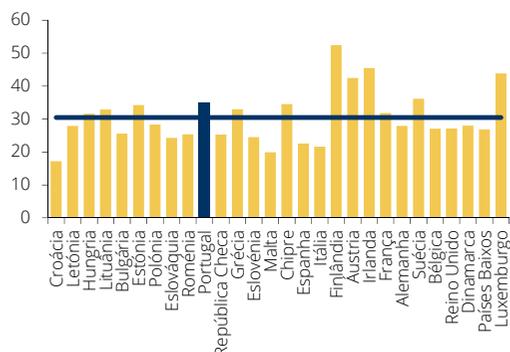
19. Os dados utilizados para Portugal nas comparações internacionais são disponibilizados pela Comissão Europeia e referem-se às transferências para os Estados-Membros, enquanto os dados incluídos na balança corrente e de capital traduzem as transferências para os beneficiários finais. Os dados relativos ao atual período de programação incluem todos os FEEI (<https://cohesiondata.ec.europa.eu/2014-2020/ESIF-2014-2020-EU-payments-daily-update/-gayr-92qh>, consultado a 9 de janeiro 2019).

20. Os dados utilizados para Portugal nas comparações internacionais são disponibilizados pela Comissão Europeia e referem-se às transferências para os Estados-Membros, enquanto os dados incluídos na balança corrente e de capital traduzem as transferências para os beneficiários finais. Para os anteriores períodos de programação apenas está disponível informação relativa ao FEDER, FC, FEADER (e anterior designação) e FSE (<https://cohesiondata.ec.europa.eu/Other/Historic-EU-payments-regionalised-and-modelled/tc55-7ysv>, consultado a 9 de janeiro 2019). Os dados relativos ao atual período de programação incluem todos os FEEI (<https://cohesiondata.ec.europa.eu/2014-2020/ESIF-2014-2020-EU-payments-daily-update/-gayr-92qh>, consultado a 9 de janeiro 2019).

21. OECD (2018). "OECD Economic Surveys: European Union 2018", OECD Publishing, Paris.

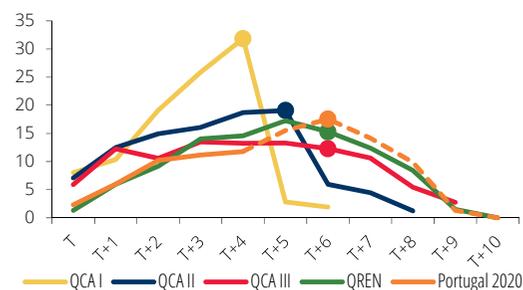
22. Para mais detalhes, ver http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-942_en.htm.

Gráfico C2.3 • Comparação internacional da taxa de recebimentos no período de programação 2014-20 | Em percentagem



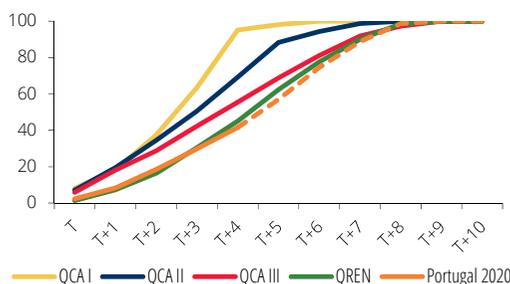
Fonte: Comissão Europeia. | Notas: Dados até ao final de 2018. A taxa de recebimentos corresponde ao rácio entre o montante recebido pelos beneficiários finais em cada momento do tempo e o montante total recebido no período de programação. Para o atual período de programação, utiliza-se a dotação total prevista. Os países estão ordenados por ordem decrescente do rácio entre a dotação prevista e o PIB de cada um dos países no período 2014-2017. A linha representa a média na União Europeia. A base de dados disponibilizada pela Comissão Europeia refere-se a transferências para os Estados-Membros, enquanto os dados incluídos na balança corrente e de capital traduzem as transferências para os beneficiários finais. Para mais detalhes sobre esta informação ver nota 19.

Gráfico C2.4 • Taxa de recebimentos, por ciclo de apoios europeus | Em percentagem



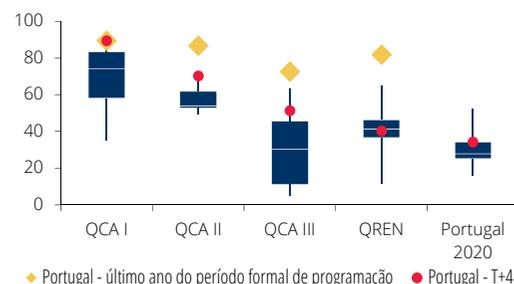
Fontes: Agência para o Desenvolvimento e Coesão, Banco de Portugal, Boletim Informativo QREN, Brochura “Fundos Estruturais 10 anos em Portugal” da Direção Geral do Desenvolvimento Regional, DGRM e IFAP/GPE. | Notas: As projeções encontram-se a tracejado. A taxa de recebimentos corresponde ao rácio entre o montante recebido pelos beneficiários finais em cada momento do tempo e o montante total recebido no período de programação. Para o atual período de programação, utiliza-se a dotação total prevista. As designações dos ciclos de apoio são utilizadas em sentido lato, referindo-se ao conjunto de instrumentos considerado (FEEI e FEAGA). O momento T refere-se ao primeiro ano do período de programação. Os círculos assinalam o último ano do período formal de programação. Note-se que os dois primeiros ciclos de apoios tiveram períodos de programação mais curtos (5 e 6 anos, respetivamente).

Gráfico C2.5 • Taxa de recebimentos acumulada, por ciclo de apoios europeus | Em percentagem



Fontes: Agência para o Desenvolvimento e Coesão, Banco de Portugal, Boletim Informativo QREN, Brochura “Fundos Estruturais 10 anos em Portugal” da Direção Geral do Desenvolvimento Regional, DGRM e IFAP/GPE. | Notas: As projeções encontram-se a tracejado. A taxa de recebimentos corresponde ao rácio entre o montante recebido pelos beneficiários finais em cada momento do tempo e o montante total recebido no período de programação. Para o atual período de programação, utiliza-se a dotação total prevista. As designações dos ciclos de apoio são utilizadas em sentido lato, referindo-se ao conjunto de instrumentos considerado (FEEI e FEAGA). O momento T refere-se ao primeiro ano do período de programação. Note-se que os dois primeiros ciclos de apoios tiveram períodos de programação mais curtos (5 e 6 anos, respetivamente).

Gráfico C2.6 • Comparação internacional da taxa de recebimentos acumulada até ao quarto ano após o início do período de programação (T+4), por ciclo de apoios europeus | Em percentagem



Fonte: Comissão Europeia. Notas: A taxa de recebimentos corresponde ao rácio entre o montante recebido pelos beneficiários finais em cada momento do tempo e o montante total recebido no período de programação. Para o atual período de programação, utiliza-se a dotação total prevista. A azul está representado o intervalo entre o percentil 25 e 75. As linhas verticais assinalam o mínimo e o máximo. A linha branca horizontal assinala a mediana. No atual período de programação, o quarto ano após o seu início (T+4) corresponde ao ano de 2018. Por questões de harmonização da terminologia, optou-se por manter as designações dos ciclos de apoio adotadas em Portugal. A base de dados disponibilizada pela Comissão Europeia refere-se a transferências para os Estados-Membros, enquanto os dados incluídos na balança corrente e de capital traduzem as transferências para os beneficiários finais. Para mais detalhes sobre esta informação ver nota 20. Note-se que os dois primeiros ciclos de apoios tiveram períodos de programação mais curtos (5 e 6 anos, respetivamente).

Caixa 3 • Uma avaliação das projeções para 2018

Esta caixa apresenta uma análise dos principais fatores explicativos do desvio entre as taxas de crescimento anuais do Produto Interno Bruto (PIB) e do IHPC observadas em 2018 e as projetadas pelo Banco de Portugal na nota publicada em março de 2018, exercício que continha pela primeira vez a informação completa para o ano de 2017²³.

Na elaboração das projeções para a economia portuguesa publicadas trimestralmente pelo Banco de Portugal é utilizado um conjunto de modelos macroeconómicos e um conjunto de hipóteses para a evolução das variáveis de enquadramento externo que resultam do exercício de projeção do Eurosistema²⁴. Neste conjunto de hipóteses importa destacar, pela sua importância para o exercício de projeção, a procura externa dirigida às empresas portuguesas, o preço do petróleo nos mercados internacionais, a taxa de juro Euribor a 3 meses e os preços dos principais concorrentes de Portugal nos mercados externos. No que respeita à incorporação das variáveis orçamentais no exercício do projeção, são seguidas as regras adotadas no âmbito dos exercícios de projeção do Eurosistema, ou seja, foram incorporadas as medidas especificadas com detalhe suficiente no Orçamento do Estado para 2018.

Neste enquadramento, os desvios entre as taxas de crescimento observadas e projetadas, vulgarmente designados por “erros de projeção”, resultam não apenas do facto de as hipóteses incorporadas no exercício de projeção poderem não se materializar, mas ainda de fatores relacionados com os próprios modelos e com os elementos de julgamento incorporados na projeção.

Na nota publicada em março de 2018, a projeção para a taxa de crescimento anual do PIB, em termos reais, para o ano de 2018 foi de 2,3%, o que compara com uma taxa observada de 2,1%, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas em 28 de fevereiro de 2019. Os Quadros C.3.1 e C.3.2 permitem analisar os principais fatores explicativos do erro de projeção de 0,2 pp na taxa de crescimento anual do PIB.

O Quadro C3.1 apresenta as revisões nas principais variáveis de enquadramento externo, definidas como a diferença entre o valor observado e o valor subjacente ao exercício de março de 2018, e o contributo destas revisões para a taxa de crescimento do PIB. A estimação destes contributos é feita utilizando as elasticidades implícitas no principal modelo macroeconómico utilizado nas projeções.

Quadro C3.1 • Revisão do enquadramento externo e respectivo impacto na taxa de crescimento do PIB, em termos reais, em 2018 | Revisão em pp na taxa de crescimento anual, exceto taxa de juro, face à projeção de março de 2018

	Revisão do enquadramento externo	Impacto na taxa de crescimento do PIB
Taxas de juro	0,0	0,0
Preços dos concorrentes em euros	0,6	0,1
Preços do petróleo em euros	15,7	-0,1
Procura externa	-1,3	-0,3
Impacto da alteração do enquadramento externo		-0,2

Fonte: Banco Central Europeu e Banco de Portugal.

23. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/proj_mar2018_p.pdf

24. No caso da nota de março, as hipóteses de enquadramento externo correspondem às implícitas no documento publicado em março pelo BCE “Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE”, disponível em https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201903_ecbstaff-14271a62b5.pt.html.

Quadro C3.2 • Erro de projeção na taxa de crescimento do PIB, em termos reais, e na taxa de variação do IHPC em 2018 | Observado – projetado em março de 2018

	Pesos 2017	Erro de projeção	Contributo bruto para o erro de projeção da tva do PIB	Contributo líquido para o erro de projeção da tva do PIB
PIB	100,0	-0,2	-0,2	-0,2
Consumo privado	64,8	0,4	0,3	0,3
Consumo público	17,5	0,3	0,1	0,1
Investimento	16,9	-1,6	-0,3	-0,1
Exportações	42,7	-3,5	-1,6	-0,4
Importações	41,9	-2,8	1,4	-
IHPC	-	0,0	-	-

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

Pela análise dos resultados do Quadro C.3.1 conclui-se que a revisão nas hipóteses de enquadramento externo terá contribuído, tudo o resto constante, para um erro de -0,2 pp na taxa de crescimento do PIB. Neste contexto, destaca-se a revisão em baixa do crescimento da procura externa dirigida às empresas portuguesas (em -1,3 pp, com um impacto de -0,3 pp no crescimento do PIB).

O Quadro C.3.2 decompõe o erro de projeção do PIB a partir do contributo (bruto e líquido) das componentes da procura agregada. É ainda apresentado o erro de projeção para a inflação, medida pela taxa de crescimento do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC).

Pela análise do Quadro C.3.2 conclui-se que a sobrestimação do crescimento das exportações de bens e serviços, decorrente em parte da revisão da hipótese de procura externa, foi o principal fator explicativo do erro de projeção na taxa de crescimento do PIB. Refira-se que a magnitude do erro das exportações foi superior ao das importações, contribuindo para uma sobrestimação do saldo positivo da balança de bens e serviços em 2018.

No que diz respeito ao investimento, o erro de projeção, embora de dimensão inferior ao das exportações, terá refletido em parte o crescimento superior ao antecipado do preço do petróleo e efeitos indiretos da revisão da procura externa. O cenário internacional mais desfavorável do que o subjacente às hipóteses incorporadas na projeção de março de 2018 foi em parte compensado por um comportamento mais dinâmico do consumo privado e, em menor grau, do consumo público. A subestimação do consumo privado esteve associada a um dinamismo do emprego superior ao inicialmente projetado, que se refletiu num maior crescimento do rendimento disponível das famílias.

No que diz respeito à evolução do IHPC, refira-se que a taxa de inflação verificada em 2018, de 1,2%, correspondeu à projeção publicada na nota de março. Neste caso, o aumento do preço dos bens energéticos superior ao projetado, associado à revisão em alta do preço do petróleo, foi compensado por uma evolução mais negativa dos preços dos bens industriais não energéticos.

Caixa 4 • Atualização dos conteúdos importados da procura global para a economia portuguesa

Esta caixa atualiza o conteúdo importado dos principais agregados da procura global, a partir de dados recentemente publicados pelo INE. Entre diversas utilizações, este tipo de informação é particularmente útil no cálculo dos contributos para o crescimento do PIB de cada componente da procura líquida de importações, bem como para calcular a procura global ponderada pelos conteúdos importados, um indicador de procura relevante para efeitos de previsão das importações.

Quadro C4.1 • Evolução real das importações e da procura global | Taxa de variação homóloga, em percentagem

	por memória	
	2015	2013
Consumo Privado	0,23	0,22
Duradouro	0,54	0,50
Não duradouro	0,20	0,21
Consumo Público	0,10	0,09
FBCF	0,36	0,32
Máquinas e equipamentos	0,72	0,71
Material de transporte	0,74	0,75
Construção	0,18	0,16
Outros produtos	0,19	0,15
Procura Interna	0,22	0,21
Exportações	0,44	0,45
Bens	0,49	0,51
Serviços	0,23	0,22
Procura Global	0,28	0,27

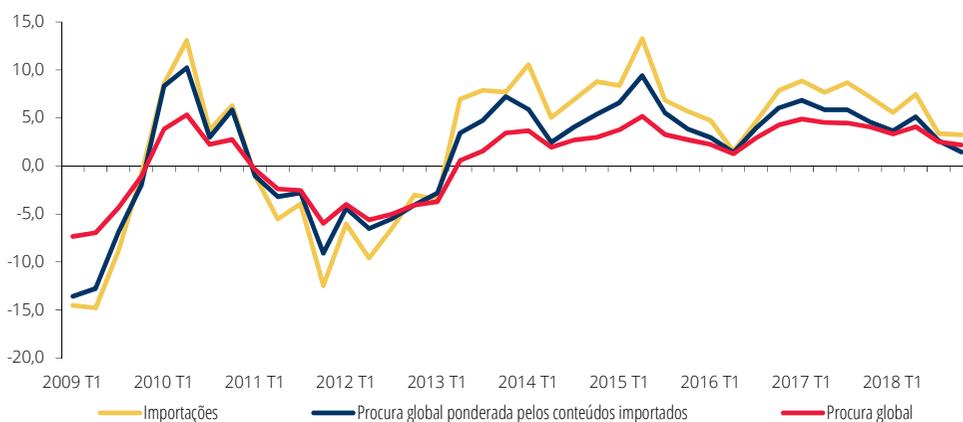
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Tendo em conta que cada unidade de procura global – consumo privado, consumo público, investimento ou exportações – pode ser satisfeita com recurso a produção nacional ou a importações, os conteúdos importados representam o valor de importações necessário para satisfazer cada componente da procura. Essas importações podem ser diretas (essencialmente importações para consumo ou investimento) ou indiretas (importações de bens ou serviços intermédios necessários para produzir internamente outros bens ou serviços). O cálculo dos conteúdos importados por produto baseia-se em matrizes de produção nacional e de importações, contendo informação tanto de consumos intermédios (por produto e ramo homogéneo de produção) como de utilizações finais por produto. Estas matrizes, designadas por matrizes simétricas *Input-Output*, correspondem a uma desagregação dos quadros de recursos e empregos das contas nacionais, mas não se encontram disponíveis com a mesma regularidade. Em novembro de 2018 foram disponibilizados no sítio do INE as matrizes simétricas e os conteúdos de inputs primários (incluindo os conteúdos importados) para as componentes de procura final por produtos (com uma desagregação de 82 produtos) para o ano de 2015²⁵. A informação anteriormente disponível era referente aos anos de 2008 e 2013²⁶.

25. Ver Destaque do INE: “Matrizes Simétricas *Input-Output*, 2015” de 30 de novembro de 2018.

26. Para uma análise da evolução temporal do conteúdos importados para um período mais alargado partindo dos dados para os anos disponíveis desde 1980 a 2008, ver Cardoso, F., Esteves, P. e Rua, A. (2013) “O conteúdo importado da procura global em Portugal”, Banco de Portugal, *Boletim Económico* de Outono. A caixa 2 do *Boletim Económico* de Dezembro de 2017, “O conteúdo importado da procura global em Portugal”, apresenta alguma desagregação por produtos e por componentes da procura dos conteúdos importados de 2013. Esta caixa inclui ainda uma descrição da metodologia de cálculo dos contributos para o crescimento do PIB líquidos de conteúdos importados.

Gráfico C4.1 • Evolução real das importações e da procura global | Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

O quadro C4.1 apresenta os novos conteúdos importados totais (isto é, incluindo as componentes de importações diretas e indiretas) para os principais agregados da procura global em 2015, em comparação com os anteriormente divulgados para 2013. Os conteúdos importados aqui apresentados são os valores por unidade de procura a preços de aquisição e correspondem a agregações dos conteúdos importados por produto publicados pelo INE, considerando a estrutura por produto de cada agregado da procura. Note-se que o conteúdo não importado reflete o valor acrescentado interno e os impostos líquidos de subsídios.

Como seria de esperar, dada a natureza estrutural deste tipo de informação, entre 2013 e 2015 não se observaram alterações substanciais nos conteúdos importados das principais componentes da procura. O conteúdo importado da procura global ascendeu a 28%, o que compara com 27% em 2013. As componentes da procura global com maior conteúdo importado em 2015 foram as exportações e a FBCF (com 44% e 36%, respetivamente) e a componente de menor conteúdo importado foi o consumo público (com 10%). O conteúdo importado no total do consumo privado foi 23%. Face a 2013, destaca-se o aumento de 4 pontos percentuais no conteúdo importado da FBCF. Este aumento refletiu principalmente alterações na estrutura do investimento – com um aumento do peso de componentes com elevado conteúdo importado como as máquinas e os equipamentos de transporte – e não alterações significativas de conteúdos importados por tipo de produto/bem de investimento.

Os contributos líquidos de conteúdo importado para a variação do PIB apresentados neste Boletim (quadro 1) baseiam-se nos conteúdos importados de 2015 aqui apresentados para as diversas componentes de procura. Outra utilização deste tipo de dados é ilustrada no gráfico 1, que mostra as taxas de variação homóloga em volume das importações e da procura global, bem como da procura global ponderada pelos conteúdos importados (isto é, a agregação das várias componentes da procura global ponderadas pelo respetivo conteúdo importado). É possível observar que este último indicador, que tem em conta os diferentes conteúdos em importações de cada componente da procura, apresenta um perfil mais próximo do das importações. É, por isso, um indicador mais adequado para previsão das importações do que um indicador que corresponde à agregação simples e não ponderada das componentes da procura.



II Tema em destaque

A taxa de juro natural: do conceito aos desafios para a política monetária

A taxa de juro natural: do conceito aos desafios para a política monetária

Introdução

Desde o início de 2019, com o fim das aquisições líquidas no quadro do programa de aquisição de ativos de âmbito alargado (*Expanded asset purchase programme* – APP), as alterações do nível das taxas de juro diretoras do Banco Central Europeu (BCE) e as indicações relativas à sua evolução futura afiguram-se como os instrumentos primordiais para ajustar a orientação da política monetária na área do euro (Draghi, 2018),¹ no sentido de garantir que a inflação prossegue uma evolução consistente com o objetivo de estabilidade de preços.

A maior relevância das taxas de juro diretoras do BCE enquanto instrumento marginal de ajustamento da orientação da política monetária reforça a pertinência da discussão em torno da noção de taxa de juro natural. Na literatura económica coexistem várias interpretações para este conceito, embora as mesmas estejam estreitamente relacionadas entre si. A taxa de juro natural é comumente definida como a taxa de juro real² que prevalece em condições consideradas como desejáveis do ponto de vista de estabilização macroeconómica, na ausência de choques transitórios ou de fricções de ajustamento nominal. A estimação da taxa de juro natural reveste-se, assim, de grande importância para a análise macroeconómica e, em particular, na esfera da política monetária, auxiliando os bancos centrais na prossecução dos respetivos mandatos, na medida em que ajuda a definir a orientação de política que permite fechar o hiato do produto e estabilizar a taxa de inflação.

Os grandes desafios que se colocam à utilização da taxa de juro natural enquanto instrumento de política monetária resultam de o nível desta taxa não ser diretamente observável e do facto de variar ao longo do tempo. Assim, nos últimos anos, têm sido propostas várias abordagens para estimar a sua evolução. Apesar das especificidades dos métodos existentes, da incerteza em torno das estimativas obtidas por cada abordagem e da dispersão dos resultados disponíveis, a evidência empírica aponta, de forma consistente, para que o nível da taxa de juro natural nas maiores economias avançadas esteja em níveis historicamente baixos, podendo assumir valores próximos de zero ou mesmo negativos na área do euro. Neste contexto, torna-se fundamental, por um lado, escrutinar os motivos que determinam a evolução da taxa de juro natural e, por outro, perceber em que medida a sua trajetória condiciona a orientação futura da política monetária.

As secções seguintes deste Tema em destaque analisam com maior detalhe o conceito de taxa de juro natural, os fatores associados à respetiva trajetória, bem como as estimativas e os desafios resultantes do seu nível, com especial foco na área do euro. A secção que se segue aborda o conceito de taxa de juro natural e oferece uma racionalização do seu papel na condução da política monetária. A parte seguinte descreve os possíveis determinantes da evolução da taxa de juro natural. Depois, são ilustradas estimativas para a evolução da taxa de juro natural ao longo das últimas décadas e discute-se a sua evolução futura. Seguidamente, reflete-se sobre possíveis implicações do baixo nível da taxa de juro natural para a definição da orientação futura da política monetária. Por último, apresentam-se algumas considerações finais.

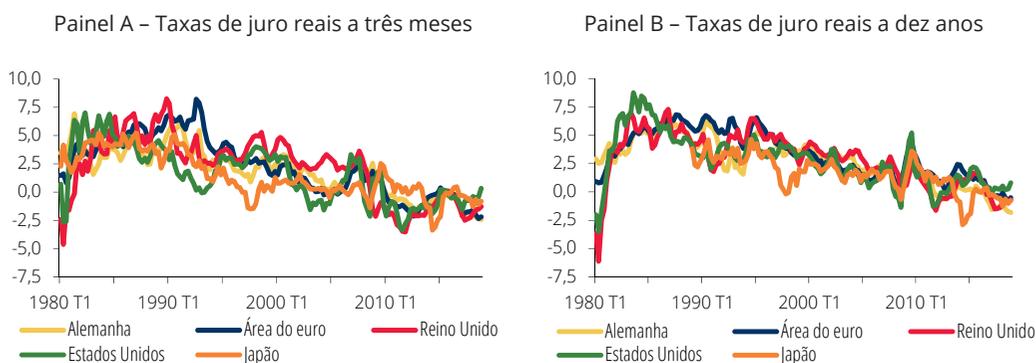
1. Deve-se, contudo, reconhecer que as medidas não convencionais de política monetária adotadas no passado continuam a afetar a orientação da política do BCE, assegurando um caráter amplamente acomodatório.

2. De forma simples, a taxa de juro real consiste na taxa de juro nominal ajustada pela taxa de inflação.

Conceito e relevância para a orientação da política monetária

O gráfico 1 apresenta a evolução das taxas de juro reais com um prazo de três meses e dez anos para a Alemanha, área do euro, Reino Unido, Estados Unidos e Japão.

Gráfico 1 • Evolução das taxas de juro reais | Percentagem



Fontes: BCE, Reserva Federal de St. Louis, OCDE e cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Dados trimestrais. Por limitação de dados e simplicidade, as taxas de juro reais apresentadas são calculadas, de forma aproximada, como a diferença entre a média das taxas de juro nominais e das taxas de inflação anual observadas em cada trimestre. Taxas a três meses – taxas de juro do mercado monetário. Taxas a dez anos – taxas de juro de dívida pública. As taxas de juro na área do euro correspondem a uma média. Última observação: 2018 T4.

Conforme ilustrado no gráfico 1, desde meados da década de 1980, tem-se assistido a uma trajetória descendente do nível das taxas de juro reais nas maiores economias avançadas, tendo-se acentuado este movimento na sequência da crise financeira global que eclodiu em 2007/08. Esta queda do nível das taxas de juro tem motivado uma extensa literatura (veja-se, por exemplo, Rachel e Smith, 2017) e é frequentemente associada a um declínio gradual, a nível internacional, do nível das taxas de juro reais de equilíbrio ou taxas de juro naturais. Deste modo, torna-se relevante perceber em que consiste esta referência e a razão pela qual assume tão grande importância na análise macroeconómica e, em particular, na orientação da política monetária.

Na literatura económica coexistem diferentes definições para o conceito de taxa de juro natural. A noção de taxa de juro natural foi proposta, de forma pioneira, por Wicksell (1898).³ Embora não o explicitando de forma direta, este autor defende que a taxa de juro natural pode ser entendida como (i) a taxa de juro que garante o equilíbrio no mercado de poupança/investimento; (ii) a taxa associada ao retorno do capital e (iii) a taxa de juro neutral para os preços, no sentido em que não tende a aumentá-los nem a diminuí-los. Assim, duas propriedades transversais a estas interpretações são a ideia de consistência face a um equilíbrio e o pressuposto de que o nível da taxa de juro natural não é um valor fixo mas, pelo contrário, varia ao longo do tempo.

Ao longo do século XX, muitas foram as formulações sugeridas para o conceito de taxa de juro natural, mas, recordando as palavras de Williams (1931),⁴ deve-se notar que este é um termo

3. De acordo com Wicksell (1898): "There is a certain rate of interest on loans which is neutral in respect to commodity prices, and tends neither to raise or lower them. This is necessarily the same as the rate of interest which would be determined by supply and demand if no use were made of money and all lending were effected in the form of capital goods. It comes to much the same thing to describe it as the current value of the natural rate of interest on capital."

4. De acordo com Williams (1931): "The natural rate is an abstraction; like faith, it is seen by its works. One can only say that if the bank policy succeeds in stabilizing prices, the bank rate must have been brought in line with the natural rate, but if it does not, it must not have been."

teórico e abstrato, em que cada interpretação deve ser entendida à luz da abordagem utilizada para obter uma estimativa do nível desta taxa de juro de equilíbrio.

Neste contexto, vários são os autores que operacionalizaram o conceito de taxa de juro natural. Uma aceção contemporânea, recorrentemente utilizada nos modelos nekeynesianos, resulta da formulação exposta, por exemplo, em Woodford (2003), segundo a qual a taxa de juro natural é a taxa de juro real que seria observada em cada momento na economia se todos os preços e salários fossem perfeitamente flexíveis e que se ajustaria de forma contínua de modo a refletir as condições de procura e oferta prevaletes nos respetivos mercados. De modo alternativo, Laubach e Williams (2003) e Holston et al. (2017) referem-se à taxa de juro natural como a taxa de juro real de curto prazo consistente com uma economia que se encontra no seu nível potencial, na ausência de choques transitórios na procura e oferta agregadas. Por sua vez, Summers (2014) postula que a taxa de juro natural é a taxa de juro real associada a uma economia que opera em pleno emprego.

Tal como anteriormente referido, embora não exista uma definição única e consensual para o conceito de taxa de juro natural, as propostas existentes estão relacionadas entre si, pelo que, genericamente, a taxa de juro natural tende a ser interpretada como a taxa de juro real que prevalece em condições consideradas como desejáveis do ponto de vista de estabilização macroeconómica. Em particular, pode ser descrita como a taxa de juro real de curto prazo compatível com um nível de produto em linha com o seu valor potencial ou natural, na ausência de choques transitórios ou fricções de ajustamento nominal. Logo, a taxa de juro natural é a taxa de juro real associada a um hiato do produto nulo e (eventual ou concomitantemente, dependendo do tipo de modelo) a um nível de inflação igual ao objetivo do banco central, quando este esteja definido.⁵

A partir da interpretação anterior depreende-se que a taxa de juro natural pode ser utilizada pelos bancos centrais na prossecução dos respetivos mandatos. Em termos práticos, a orientação da política monetária pode ser definida comparando o nível da taxa de juro (real) resultante da política monetária com o nível da taxa de juro natural: caso a taxa de política seja fixada num nível inferior (superior) ao da taxa de juro natural, então a orientação da política monetária assume um carácter expansionista (contracionista). Todavia, a utilização da taxa de juro natural enquanto referência para a orientação da política monetária suscita pelo menos dois grandes desafios: (i) é uma variável não observável e (ii) o seu nível varia ao longo do tempo em resposta a choques igualmente não observáveis, de acordo com dinâmicas não plenamente conhecidas.

Determinantes da trajetória da taxa de juro natural

Conforme descrito na secção anterior, a taxa de juro natural é uma abstração. Deste modo, ao longo dos últimos anos, vários métodos têm sido utilizados a fim de estimar o nível da taxa de juro natural em diversas economias e, simultaneamente, elucidar sobre os fatores associados à sua evolução. Nesta secção são sumariados os determinantes apontados como mais relevantes na trajetória da taxa de juro natural, assim como algumas estimativas do respetivo impacto na evolução registada na área do euro.

5. Em alguns modelos nekeynesianos, um hiato do produto nulo ocorre em simultâneo com a estabilização da inflação em torno do objetivo definido. Blanchard e Galí (2007) chamaram a esta relação de “divina coincidência”.

Evolução demográfica

As tendências demográficas são tidas como um elemento relevante na estrutura produtiva de vários países (veja-se, por exemplo, Carvalho et al., 2016 e Fiorentini et al., 2018). Neste contexto, há evidência de que, em particular nas economias avançadas, o aumento da esperança média de vida, a diminuição das taxas de fertilidade e a consequente alteração das estruturas etárias têm contribuído para uma trajetória descendente do nível da taxa de juro real de equilíbrio, uma vez que diferentes estratos populacionais realizam diferentes escolhas em termos de poupança. Assim, conscientes de um aumento da esperança média de vida, os agentes económicos tendem a aumentar a sua propensão a poupar durante a vida ativa de modo a fazer face a um período de reforma mais prolongado. Dado que, tudo o resto constante, uma maior poupança agregada tem subjacente uma menor taxa de juro real, este efeito poderá ter contribuído para a redução do nível da taxa de juro natural. Em todo o caso, a queda do nível das taxas de juro poderá ter sido mitigada pela menor proporção de agentes em idade ativa que contribui para uma redução do nível total de poupança. As estimações obtidas com recurso a Modelos de Gerações Sobrepostas (*Overlapping Generations Models* – OLG), comumente usados para avaliar o impacto da demografia, sinalizam que, na área do euro, a evolução demográfica poderá ter contribuído para reduzir a taxa de juro natural em cerca de um ponto percentual desde 1980 (Bielecki et al., 2018 e Papetti, 2018), o que implica que o efeito do aumento da poupança mais do que compensará o efeito da diminuição da população em idade ativa.

Aumento da desigualdade de rendimentos

O aumento da desigualdade do rendimento, observado nas últimas décadas em muitos países desenvolvidos, tem também sido mencionado como um fator explicativo do comportamento da taxa de juro natural. A evidência disponível sinaliza que as camadas da população com maior (menor) rendimento disponível têm uma maior (menor) propensão à poupança (veja-se, por exemplo, Dynan et al., 2004). Assim, uma maior concentração de recursos em agentes económicos com elevados rendimentos traduz-se num aumento global da poupança agregada, o que incute uma pressão descendente sobre o nível da taxa de juro natural (veja-se, por exemplo, Francis, 2009 e Summers, 2014).

Incremento da poupança global

Em consonância com os argumentos anteriores, a trajetória das taxas de juro reais de equilíbrio pode ainda resultar de um incremento de poupança global (*global saving glut*) o que, para um mesmo nível de investimento, se traduz numa descida das taxas de juro de equilíbrio (veja-se, por exemplo, Bernanke, 2007 e Caballero et al., 2008). Este fenómeno tem sido especialmente impulsionado por algumas economias de mercado emergentes, tal como a China e outros países asiáticos, e por alguns países produtores de petróleo do Médio Oriente que, nos últimos anos, aumentaram as suas reservas. Este padrão poderá ter contribuído, a nível mundial, para um incremento da propensão a poupar, afetando negativamente o nível da taxa de juro natural em várias economias.

Produtividade e tendências de crescimento do produto potencial

A evolução da produtividade total dos fatores e do crescimento do produto potencial são considerados determinantes importantes do nível da taxa de juro natural dado que afetam a taxa de retorno do capital que, por sua vez, influencia as decisões de investimento. Com um menor

crescimento da produtividade total dos fatores, a produtividade marginal do fator capital tende a ser mais reduzida, o que induz uma queda do nível da taxa de juro natural (veja-se, por exemplo, Gagnon et al., 2016).

Paralelamente, nos últimos anos, as estimativas relativas ao crescimento do produto potencial têm vindo a cair. Esta tendência acentuou-se após 2008 e, no curto prazo, não se perspetiva uma inversão deste padrão, o que tende a reduzir o incentivo a novos investimentos produtivos. Acresce que a moderação do crescimento do produto potencial pode ser vista como uma redução do rendimento futuro das famílias, o que, de acordo com a Hipótese de Rendimento Permanente (*Permanent Income Hypothesis*), conduz a um aumento dos níveis de poupança no presente. Assim, o abrandamento do produto potencial pode suscitar uma diminuição do nível da taxa de juro natural (veja-se, por exemplo, Fries et al., 2017).

O efeito destes fatores tem particular relevância nos modelos semiestruturais, impulsionados por Laubach e Williams (2003), os quais recorrem a uma especificação alicerçada em duas equações principais – uma curva de procura agregada e uma curva de Phillips que descreve a relação entre produto e inflação – para obter estimativas para o nível da taxa de juro natural e outras variáveis económicas. Em concreto, com base neste tipo de modelos, o abrandamento do produto potencial e da produtividade pode explicar pelo menos um ponto percentual da queda da taxa de juro natural na área do euro desde 1980 (Holston et al., 2017).

Fatores financeiros

Para além dos determinantes estruturais até agora apresentados, também a crise global de 2007/08 poderá ter contribuído para reforçar o movimento de queda do nível da taxa de juro natural dado o impacto que teve no comportamento dos participantes nos mercados financeiros.

Primeiro, o aumento da incerteza gerado pela crise contribuiu para o incremento dos níveis desejados de poupança e para a diminuição do investimento, o qual também foi penalizado pelo aumento dos prémios de risco. A combinação destes efeitos impulsionou uma redução do nível das taxas de juros em várias economias (veja-se, por exemplo, Krustev, 2018).

Segundo, o contexto de um menor apetite pelo risco associado à intensificação da perceção de riscos descendentes sobre a economia mundial fomentou uma preferência por ativos percecionados como apresentando elevada qualidade creditícia e liquidez, aumentando o seu preço e diminuindo a respetiva taxa de rentabilidade. Em paralelo, assistiu-se a um aumento dos prémios de risco, isto é, um aumento da remuneração exigida pelos agentes económicos para deter ativos cujo retorno esperado é mais penalizado nos estados adversos da economia (veja-se, por exemplo, Gerali e Neri, 2018).⁶

Terceiro, a crescente integração financeira a nível internacional também promoveu um aumento da procura de obrigações soberanas percecionadas como seguras e líquidas que, tipicamente, são fornecidas pelos Tesouros das maiores economias avançadas, reforçando, deste modo, o movimento de queda das respetivas taxas de rentabilidade (veja-se, por exemplo, Blanchard et al., 2014).

Quarto, o reforço da regulação financeira a nível internacional forçou várias instituições a alterar a composição dos respetivos balanços através do aumento da proporção de ativos percecionados como seguros e líquidos. Tal recomposição das carteiras foi realizada num período em que vários

6. A este respeito, deve-se referir que as medidas relativas ao retorno do capital têm-se mantido relativamente estáveis ao longo do tempo, pelo que tem aumentado o diferencial destas métricas face às taxas de rentabilidade dos ativos percecionados como seguros e líquidos. Este padrão parece resultar de um aumento das margens de lucro e dos prémios de risco (veja-se, por exemplo, Brand et al., 2018).

bancos centrais implementaram medidas não convencionais de política monetária, nomeadamente programas alargados de aquisição de ativos, que, pese embora tenham aumentado as reservas de banco central – ativo seguro e líquido, mas apenas disponível para contrapartes de política monetária (bancos) –, retiraram do mercado obrigações de elevada qualidade creditícia que são acessíveis a vários tipos de agentes económicos. A combinação destes efeitos conduziu a um aumento da procura líquida por ativos seguros que, por sua vez, não foi compensado por um incremento da respetiva oferta,⁷ o que motivou uma pressão descendente adicional sobre o nível das taxas de juro de equilíbrio (veja-se, por exemplo, Caballero e Farhi, 2014).

Em síntese, existe forte evidência que sustenta a relevância dos fatores financeiros para a redução do nível da taxa de juro natural. Na área do euro, e de acordo com modelos semiestruturais, estima-se que os fatores de natureza financeira tenham contribuído entre um e dois pontos percentuais para a descida da taxa de juro natural (Holston et al., 2017 e Brand and Mazelis, 2018). Esta indicação é corroborada pela inferência obtida com recurso a modelos estruturais,⁸ segundo os quais a alteração dos prémios de risco tem um papel fundamental na queda da taxa de juro natural na área do euro a partir de 2008 (veja-se, por exemplo, Haavio et al., 2017 e Gerali e Neri, 2018).

Conjugação dos fatores

Uma vez identificados os fatores potencialmente associados à trajetória descendente da taxa de juro natural, interessaria perceber qual a sua importância relativa. Todavia, tal pretensão afigura-se difícil de concretizar de forma integrada e plenamente satisfatória dadas as razões a seguir especificadas. Primeiro, muitos dos determinantes anteriormente indicados não são independentes, dificultando a identificação do impacto individual de cada um. Segundo, as estimativas do nível da taxa de juro natural estão sujeitas a um elevado grau de incerteza, pelo que também a contribuição dos fatores considerados na modelização de cada inferência deve ser analisada com cuidado. Terceiro, o impacto dos diferentes fatores pode ser não linear e variar ao longo do tempo.

Em todo o caso, a evolução demográfica, o menor crescimento do produto potencial e da produtividade, assim como fatores cíclicos de natureza financeira, como o aumento dos prémios de risco em resultado da crise financeira global, são apontados como os elementos mais relevantes para explicar a trajetória descendente do nível da taxa de juro natural nas maiores economias avançadas e, em concreto, na área do euro.

Estimativas do nível da taxa de juro natural na área do euro e perspetivas da evolução futura

Tal como já documentado, a taxa de juro natural é uma variável latente cujo nível varia ao longo do tempo, pelo que deve ser estimada.

Uma abordagem simples para inferir sobre o nível da taxa de juro natural consiste na utilização de dados relativos às taxas de juro observadas nos mercados financeiros. Com efeito, assumindo

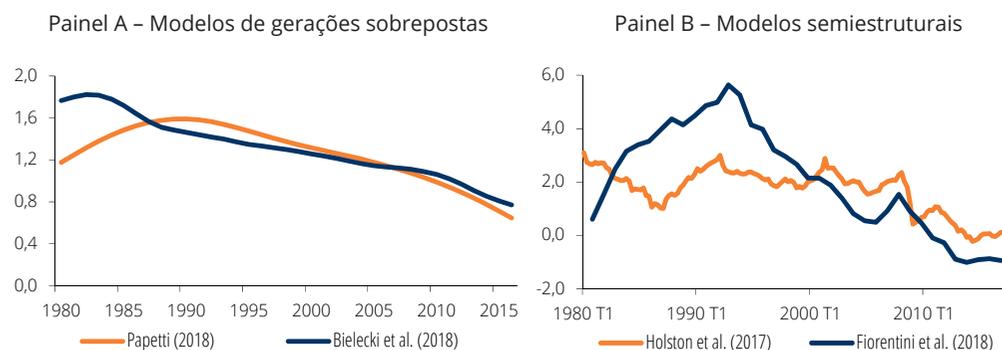
7. Este efeito foi ampliado pela diminuição da classificação creditícia da dívida de vários emissores soberanos na área do euro, reduzindo-se, assim, a proporção de títulos disponíveis caracterizados como totalmente seguros e líquidos.

8. Os modelos estruturais, como os modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral (*dynamic stochastic general equilibrium models*, *DSGE models*) possibilitam o rastreamento do impacto de choques estruturais no sistema ao longo do ciclo económico, o que, por comparação com os modelos semiestruturais, pode ser mais interessante do ponto de vista da política monetária. Note-se, contudo, que dada a volatilidade das estimativas resultantes de modelos estruturais, existe a possibilidade de, ao utilizá-las, o decisor de política monetária ser demasiado ativo.

que, no longo prazo, o hiato do produto tende a ser nulo, as taxas de juro reais observadas nos mercados monetário e obrigacionista não devem, em média, desviar-se significativamente do nível da taxa de juro natural, sob a hipótese de que não existem flutuações consideráveis na trajetória da inflação. Tal como salientado anteriormente e ilustrado no gráfico 1, verifica-se que, quer as taxas de juro de mercado de curto prazo, quer as taxas de juro de mercado de longo prazo, apresentam uma trajetória descendente desde meados da década de 1980. Este facto sugere que, nos últimos trinta anos, e num quadro de relativa estabilidade das taxas de inflação, a taxa de juro natural tem evidenciado uma trajetória descendente, podendo apresentar, desde a crise financeira global, níveis próximos de zero ou mesmo negativos.

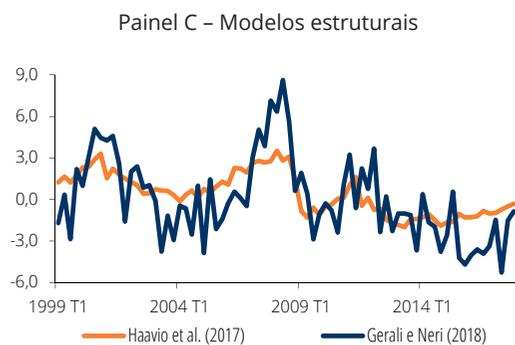
De forma a sustentar a inferência obtida com base na informação de mercado, têm sido propostos vários métodos que, com abordagens umas vezes mais teóricas, outras vezes com carácter mais empírico, procuram considerar os determinantes subjacentes à evolução das taxas de juro reais de equilíbrio. O gráfico 2 apresenta estimativas de evolução do nível da taxa de juro natural na área do euro segundo um conjunto de metodologias que são recorrentemente referenciadas na literatura.⁹

Gráfico 2 • Trajetória da taxa de juro natural na área do euro | Percentagem



Fontes: Papetti (2018) e Bielecki et al. (2018). | Nota: As estimativas apresentadas por estes autores procuram isolar o impacto de alterações demográficas. Dados anuais. Última observação: 2016.

Fontes: Reserva Federal de New York e Fiorentini et al. (2018). | Nota: Estimativa de Holston et al. (2017): Dados trimestrais. Última observação: 2016 T4. Estimativa de Fiorentini et al. (2018): Dados anuais. Última observação: 2016.



Fontes: Haavio et al. (2017) e Gerali e Neri (2018) | Nota: Dados trimestrais. Última observação: 2017 T4.

9. As estimativas apresentadas no gráfico 2 foram fornecidas pelos respetivos autores.

Analisando as estimativas anteriores, deve-se reconhecer que, independentemente do tipo de modelo considerado, as inferências disponíveis corroboram a indicação dada pelo nível das taxas de juro associadas a instrumentos financeiros. Deste modo, tal como ilustrado por Brand et al. (2018), existe evidência sustentada de que, na área do euro, a taxa de juro natural tem apresentado uma trajetória descendente, especialmente após 2008. No que se refere ao nível atual da taxa de juro natural, embora exista alguma discrepância entre modelos, a maioria das estimativas disponíveis aponta consistentemente para valores baixos, possivelmente próximos de zero ou mesmo negativos.

Ainda a respeito da análise do gráfico 2, justificam-se três comentários adicionais. Primeiro, as estimativas do nível da taxa de juro natural são imprecisas, com os autores a reportarem bandas de confiança de amplitude significativa, pelo que considerações relativas ao valor da taxa de juro natural devem ser feitas com especial cautela. Segundo, a dispersão de resultados obtida através de metodologias alternativas deve ser racionalizada à luz de distintas interpretações e modelizações para um mesmo conceito. Com efeito, cada estimativa está inevitavelmente associada à sua especificação e aos fatores e canais que foram considerados ou excluídos na respetiva modelização. Assim, a interpretação e comparação das várias inferências não deve ser produzida de modo isolado, mas, pelo contrário, tendo por referência a especificação que serviu de base à obtenção da respetiva estimativa. Terceiro, embora as estimativas disponíveis tenham subjacente um elevado grau de incerteza, existe uma forte consistência entre as mesmas, especialmente no período mais recente e dentro da mesma classe de modelos, o que permite monitorizar, com alguma confiança, o comportamento da taxa de juro natural.

Contudo, os decisores de política monetária não procuram apenas aferir sobre o nível atual da taxa de juro natural, mas interessam-se igualmente por perceber a sua trajetória futura. Assim, as apreciações previamente discutidas devem também ser tidas em consideração aquando da projeção da trajetória da taxa de juro natural (Yellen, 2015).

Uma vez que as estimativas da taxa de juro natural dependem da abordagem subjacente à sua modelização, deve-se assinalar que nem todas as especificações têm uma natureza prospetiva. Nalguns casos a estimativa da taxa de juro de equilíbrio é vista como um valor terminal (caso dos modelos semiestruturais), assumindo-se, por isso, a última estimativa disponível como constante no futuro. Noutras situações, por construção, os níveis atual e previsto da taxa de juro natural não têm que coincidir (caso dos modelos estruturais).

Em todo o caso, tendo consciência das limitações associadas a possíveis previsões do nível futuro da taxa de juro natural, a maioria das projeções disponíveis atribui uma maior probabilidade a que, nos próximos anos, a taxa de juro natural permaneça em níveis próximos de zero, ou ligeiramente abaixo, ao invés de regressar a valores mais altos. Este efeito pode ser explicado porque grande parte dos fatores que parece estar a contribuir para o baixo nível das taxas de juro nas maiores economias avançadas, nomeadamente a evolução demográfica,¹⁰ não deverá reverter a sua tendência nos próximos anos.

Em suma, tendo em atenção toda a incerteza que envolve análises prospetivas, parece que uma subida do nível das taxas de juro de equilíbrio exigirá uma inversão das atuais tendências demográficas,

10. Enquanto, no início do século XXI, o rácio da população com idade superior a 65 anos face à população em idade ativa era de 1/4, segundo projeções da Comissão Europeia, este valor poderá aumentar para 1/2 até 2050. Neste contexto, estimativas obtidas com base em modelos OLG antecipam que o nível da taxa de juro natural na área do euro se mantenha baixo, refletindo quedas passadas nas taxas de fertilidade, um aumento da esperança média de vida e um maior índice de dependência de idosos (Fiorentini et al., 2018). Assim, mantendo-se as perspetivas atuais, é possível que o nível das taxas de juros reais continue a diminuir até 2030 (veja-se, por exemplo, Bielecki et al., 2018 e Papetti, 2018).

uma melhoria nas perspetivas de crescimento económico no longo prazo, possivelmente decorrente de choques positivos na produtividade, e alterações nos fatores de natureza financeira que conduzem a um maior apetite pelo risco e a uma consequente redução dos prémios de risco.

Desafios do nível da taxa de juro natural para a condução da política monetária

A indicação de que a taxa de juro natural nas maiores economias avançadas está e pode permanecer em níveis historicamente baixos acarreta importantes desafios para a condução da política monetária, elucidados com maior detalhe nesta secção e com especial foco na área do euro.

Um regime de taxas de juro naturais mais baixas implica que, tendo em conta o cumprimento do objetivo de estabilidade de preços, as taxas de juro nominais sejam também mais baixas no longo prazo. Esta conclusão decorre diretamente da relação de Fisher entre taxas de juro nominais e reais.

Neste quadro, dadas as indicações em relação ao nível atual e futuro da taxa de juro natural, é razoável considerar que, no futuro próximo, o espaço para aumentos da taxa de juro de política poderá ser mais limitado. Na área do euro, em particular, o ciclo de subidas das taxas de juro diretoras do BCE deverá ser estabelecido cuidadosamente de modo a que a orientação da política monetária não assuma, involuntariamente, um caráter demasiadamente restritivo.

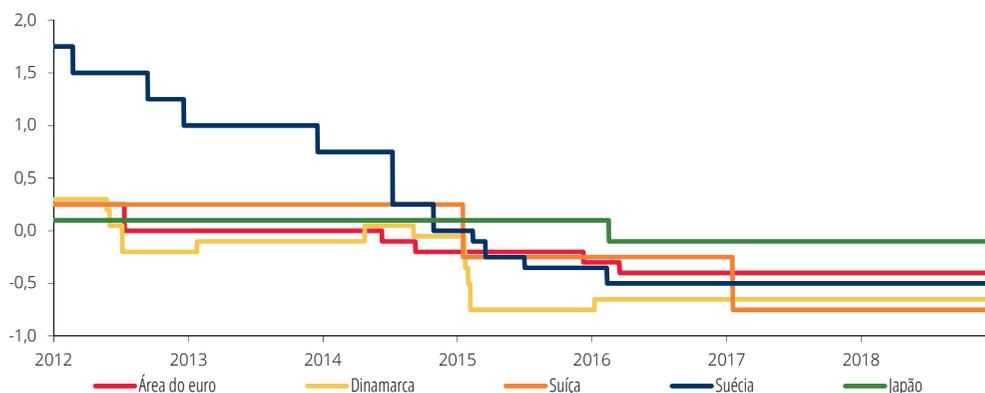
Um importante desafio resultante do baixo nível da taxa de juro natural está associado a cenários em que se pretende promover um maior grau de acomodação monetária. Neste caso, as autoridades monetárias tendem a baixar o nível das taxas de juro nominais com o propósito de reduzir o nível das taxas de juro reais. Deste modo, se as taxas de juro naturais forem baixas, existe uma maior probabilidade de que o nível da taxa de juro de política monetária atinja o seu limiar inferior (*effective lower bound*), tal como documentado, por exemplo, por Kiley e Roberts (2017) e Bielecki et al. (2018). Este limiar inferior não deverá situar-se muito abaixo da remuneração nominal do numerário, que é zero. Assim, numa conjuntura em que vários bancos centrais adotaram medidas de estímulo monetário através da redução do nível das respetivas taxas de juro de política, muito poucos o fizeram recorrendo a valores abaixo de -0,5%, tal como ilustrado no gráfico 3. Com efeito, apesar do nível correspondente ao limiar inferior das taxas de juro não ser conhecido com exatidão, deverá rondar valores próximos, mas ligeiramente inferiores a zero.¹¹

Na área do euro, em junho de 2014, o Conselho do BCE deliberou ultrapassar o limiar zero das taxas de juro nominais ao fixar num valor negativo o nível da taxa da facilidade permanente de depósito¹² que remunera as reservas colocadas pelos bancos comerciais junto do banco central. Na reunião de março de 2016, foi decidida a última descida do nível da taxa da facilidade permanente de depósito que, desde então, está fixada em -0,4%.

11. Dado que o papel-moeda oferece uma rentabilidade nominal nula, seria expetável que os agentes o preferissem em relação a qualquer outro ativo que ofereça uma taxa de rentabilidade nominal negativa. Contudo, na prática, deter numerário pode impor alguns custos que justifiquem que o limite efetivo das taxas de juro nominais possa assumir valores ligeiramente inferiores a zero. Um problema adicional associado à implementação de taxas de juro nominais negativas resulta do impacto das mesmas na estabilidade financeira já que (i) atuam como um imposto sobre as reservas dos bancos depositadas junto do banco central uma vez que, tipicamente, não podem ser repercutidas na remuneração dos depósitos e (ii) podem incentivar uma tomada excessiva de risco e/ou um aumento das taxas dos empréstimos.

12. De entre as taxas de juro diretoras do BCE, num contexto de excesso de liquidez, a taxa da facilidade permanente de depósito é considerada a taxa de juro de referência para a condução da política monetária.

Gráfico 3 • Evolução das taxas de juro de política monetária | Percentagem



Fonte: Refinitiv. | Notas: Área do euro – Taxa da facilidade permanente de depósito; Dinamarca – Taxa dos certificados de depósito; Suíça – Taxa de juro dos depósitos à vista; Suécia – Taxa *repo*; Japão – Taxa dos depósitos no banco central. Dados diários. Última observação: 2018-12-31.

Apesar de existir um limite inferior ao nível que as taxas de juro nominais podem assumir, a redução do nível da taxa de juro real pode ser alcançada com recurso a medidas extraordinárias de política monetária que, ao longo dos últimos anos, têm vindo a ser incorporadas no *toolkit* das autoridades monetárias. De facto, vários foram os bancos centrais que, para além de fixarem a taxa de juro de política em zero ou ligeiramente abaixo, reforçaram o carácter acomodatório da política monetária com recurso a medidas não convencionais,¹³ tais como: (i) a introdução de melhorias na comunicação com indicações sobre a orientação futura da política monetária (*forward guidance*), (ii) o lançamento de operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) e (iii) a implementação de programas alargados de aquisição de ativos. Todas estas medidas têm um impacto significativo nas condições monetárias e financeiras vigentes na economia, pelo que apoiam o crescimento económico e, desse modo, criam um enquadramento favorável a que a inflação convirja para o objetivo de estabilidade de preços.¹⁴

Forward guidance

Uma forma de promover uma queda do nível das taxas de juro reais, sem recorrer a descidas do nível da taxa de juro de política, mas através de um aumento do nível das expectativas de inflação, passa pelo anúncio, por parte dos bancos centrais, de indicações reforçadas relativamente à orientação futura da política monetária¹⁵ – *forward guidance* – em que, tendo por base a avaliação das perspetivas para a estabilidade de preços, se estabelece o forte compromisso de que, durante um determinado período de tempo, será seguida uma orientação expansionista para a política monetária. Caso este anúncio seja credível, poderá induzir um aumento do nível das expectativas de inflação o que, por sua vez, promoverá uma redução do nível da taxa de juro real e, conseqüentemente, poderá estimular a atividade económica e contribuir para o aumento da inflação. Simultaneamente, dada a garantia de que o nível da taxa de juro de política permanecerá baixo por um período prolongado de tempo, é expetável que os bancos comerciais reduzam também o nível das taxas de juro praticadas nos empréstimos concedidos, o que significa que

13. A própria redução da taxa de juro de política para um nível inferior a zero é considerada uma medida não convencional de política monetária.

14. Para uma análise da eficácia da adoção de medidas não convencionais de política monetária na área do euro veja-se, por exemplo, Altavilla et al. (2015).

15. O BCE começou a fornecer tais indicações em julho de 2013, quando o Conselho de Governadores declarou esperar que as taxas de juro diretoras permanecessem baixas por um período de tempo alargado.

o consumo e o investimento produtivo poderão ser estimulados, impulsionando o crescimento económico e conduzindo a inflação para níveis concordantes com o objetivo do banco central.

Neste contexto, o Conselho do BCE tem expressado o compromisso de manter estímulos significativos em termos de política monetária para apoiar a intensificação das pressões internas sobre os preços, sinalizando uma normalização faseada da orientação da política monetária e preservando um grau de flexibilidade suficientemente amplo para reagir aos desenvolvimentos futuros. Assim, findas as aquisições líquidas realizadas no âmbito do APP, foi anunciada a intenção de reinvestir na totalidade o capital dos títulos vincendos deste programa durante um período prolongado após o início da subida das taxas de juro diretores e, em qualquer caso, enquanto for necessário para manter um nível amplo de acomodação monetária. Relativamente à evolução esperada para o nível das taxas de juro diretores, a comunicação do Conselho do BCE tem visado, por um lado, influenciar as expectativas dos agentes quanto ao momento esperado para a primeira subida da taxa de juro de política monetária (*lift-off*)¹⁶ e, por outro, afetar a trajetória esperada para as taxas de juro após a primeira subida (inclinação das curvas de rendimento).

Em síntese, a *forward guidance* do Conselho do BCE sobre a orientação futura das taxas de juro diretores e sobre o período de reinvestimentos do *stock* de ativos que faz parte do balanço do Eurosistema continua a providenciar níveis de acomodação substanciais, ainda que o nível da taxa de juro de política esteja restringido pelo limiar inferior de taxas de juro nominais.

Operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA)

Tipicamente, os bancos centrais disponibilizam liquidez aos bancos comerciais através de operações de curto prazo. Em períodos em que se pretenda aumentar o grau de acomodação monetária, o prazo dos empréstimos concedidos pela autoridade monetária pode ser aumentado, via ORPA, de modo a que os bancos comerciais assegurem uma estrutura de financiamento estável e fiável, especialmente relevante em momentos de maior incerteza nos mercados financeiros, e, em simultâneo, melhorar o funcionamento do mecanismo de transmissão de política monetária através do apoio à concessão de crédito bancário à economia real.

Em particular, na área do euro, o Conselho do BCE lançou ORPA direcionadas¹⁷ visando aumentar a liquidez do sistema financeiro e estimular a concessão de crédito. Assim, foram concedidos empréstimos de longo prazo a bancos comerciais, oferecendo-lhes um incentivo para que aumentassem o crédito disponibilizado ao setor privado. Adicionalmente, esta medida poderá também conduzir, no imediato, a um aumento das expectativas de inflação e, conseqüentemente, a uma descida do nível da taxa de juro real que, por sua vez, reforça o caráter acomodatório da política monetária, impulsionando a atividade e sustentando a convergência da inflação para o objetivo.

Programas alargados de aquisição de ativos

Outra medida seguida por vários bancos centrais consiste na implementação de programas alargados de aquisição de ativos, ou seja, programas de expansão quantitativa (*quantitative easing*).¹⁸ Em

16. O Conselho do BCE antecipa que as taxas de juro diretores se mantenham nos níveis atuais nos níveis atuais, pelo menos, até ao final de 2019 e, em qualquer caso, enquanto for necessário para assegurar que a evolução da inflação permanece alinhada com o objetivo de estabilidade de preços.

17. A primeira série de ORPA direcionadas foi anunciada em junho de 2014. Posteriormente, em março de 2016, anunciou-se uma segunda série, designada de "ORPA direcionadas II" e, em março de 2019, foi anunciada uma terceira série, designada de "ORPA direcionadas III".

18. Filardo e Nakajima (2018) sugerem que os programas alargados de aquisição de ativos, embora aumentem o montante de reservas, podem conduzir a uma queda do nível da taxa de juro natural já que contribuem para uma maior escassez de títulos líquidos e seguros acessíveis a vários agentes económicos (bancos e não bancos).

geral, a taxa de juro de política monetária controlada pelos bancos centrais é uma taxa de curto prazo, existindo a expectativa de que, para além das variações produzidas nas taxas de juro do mercado monetário (geralmente, com um prazo residual inferior a um ano), a alteração da taxa de política produza também variações nas taxas de juro de mais longo prazo que, por sua vez, têm uma maior influência nas decisões dos agentes económicos. A ideia subjacente aos programas de expansão quantitativa é justamente afetar o nível das taxas de juro de mais longo prazo, dada a impossibilidade de reduzir o nível da taxa de juro de política pela proximidade ao limiar inferior das taxas de juro.

Com efeito, os programas alargados de aquisição de ativos (que incluem, entre outros instrumentos, obrigações de dívida pública e privada) visam reduzir o nível das taxas de juro de longo prazo comprimindo a componente do prémio de maturidade que está associada ao excesso de rendimento que os investidores exigem pela exposição a títulos com um maior prazo até ao vencimento e, por isso, sujeitos a maiores perdas no respetivo valor de mercado num cenário de subida das taxas de juro. A absorção de parte do risco de duração reduz o prémio de maturidade e, por conseguinte, exerce uma pressão descendente e duradoura sobre os prazos mais longos das curvas de rendimento, o que torna o financiamento a longo prazo mais acessível e, possivelmente, estimula o investimento produtivo e o consumo de bens duradouros. Havendo uma menor proporção de títulos de longo prazo disponíveis para o setor privado, os agentes económicos substituem os instrumentos adquiridos pela autoridade monetária por outros similares (*portfolio rebalancing*), o que produz uma queda do nível das taxas de rendimento dos referidos títulos. Acresce que a compra de ativos de longo prazo reforça o compromisso do banco central em manter baixo o nível da taxa de juro de política por um período prolongado de tempo, o que, por sua vez, afeta a configuração das curvas de rendimento, nomeadamente na componente das expectativas, que reflete a perceção dos agentes acerca da evolução futura das taxas de juro (*signalling effect*). Este efeito pode ser interpretado como um reforço da *forward guidance* anteriormente discutida.

Outras alternativas

Adicionalmente às medidas já referidas, e que foram adotadas por vários bancos centrais nas maiores economias avançadas, têm também sido aventadas (embora não implementadas) algumas alternativas para, em contextos em que se opera ou está próximo do limiar inferior das taxas de juro, reforçar o caráter acomodatório da política monetária necessário à convergência sustentada da inflação para a meta de estabilidade de preços estabelecida por cada banco central.

Uma das estratégias sugeridas na literatura passa pelo aumento do nível definido como objetivo de inflação, visando, deste modo, aumentar a capacidade para reduzir o nível das taxas de juro nominais (veja-se, por exemplo, Blanchard et al., 2010). Grande parte dos bancos centrais tem um objetivo de inflação médio de (ou ligeiramente abaixo a) 2% no médio e longo prazo. Tal significa que, caso o nível da taxa de juro natural esteja em torno de zero, o nível da taxa de juro nominal rondará 2%, admitindo que as expectativas de inflação estão plenamente ancoradas ao objetivo de estabilidade de preços. Deste modo, sendo credível e, por isso, capaz de aumentar o nível das expectativas de inflação, o aumento do objetivo de inflação permitiria uma maior margem para a descida das taxas de juro reais. Todavia, um aumento do nível estabelecido como objetivo para a inflação e, por conseguinte, do nível médio da inflação implica custos não negligenciáveis (afeta a credibilidade do banco central, influencia o planeamento e as decisões dos agentes, levanta questões de estabilidade financeira, impõe perdas aos aforradores líquidos, etc.) que minam a potencial atratividade desta alternativa (Adão, 2019).

Outra das opções propostas consiste na passagem de um objetivo de inflação (*inflation targeting*) para um objetivo de trajetória de preços (*price level targeting*), segundo o qual o banco central deve alterar a taxa de juro de política de modo a que o nível de preços siga uma trajetória de

crescimento constante e pré-anunciada (veja-se, por exemplo, Svensson, 1999). Nesta circunstância, se, num determinado momento, a taxa de inflação for inferior ao objetivo de estabilidade de preços, então, no período seguinte, o banco central deverá tolerar uma taxa de inflação superior de modo a que o nível de preços siga a trajetória estabelecida, procurando manter a taxa de inflação média de longo prazo constante.¹⁹ Tendo em consideração que a mudança de um regime de controlo de inflação para um regime de controlo da trajetória de preços alteraria a função de reação do banco central, cuja resposta por parte dos agentes económicos seria difícil de antecipar, tem também sido sugerido que esta alteração ocorra apenas de forma temporária e em contextos em que se opera próximo do limiar inferior de taxas de juro (Bernanke, 2017).

Por último, há uma linha de investigação que argumenta que, quando se atinge ou se está próximo do limiar inferior das taxas de juro, poderá ser desejável o recurso a medidas não convencionais de política fiscal (veja-se, por exemplo, Correia et al., 2013). Segundo esta corrente, é possível alcançar uma queda do nível da taxa de juro real, não através de uma redução do nível da taxa de juro nominal, mas com recurso a uma subida temporária da inflação, conseguida através de um aumento da taxa de imposto sobre o consumo. Para evitar alterações noutros incentivos, além dos que se alterariam se a taxa de juro nominal pudesse baixar, esta alteração temporária do imposto sobre o consumo deveria ser compensada por uma diminuição do imposto sobre o rendimento do trabalho e do imposto sobre o rendimento do capital.

Conclusão

O presente Tema em destaque analisa o conceito, determinantes e estimativas da taxa de juro natural, bem como o seu papel na condução da política monetária, dando especial enfoque à área do euro.

Sendo a taxa de juro natural uma variável não observável e cujo nível varia ao longo do tempo, vários são os métodos que, nos últimos anos, têm sido propostos a fim de medir esta importante taxa de referência para a condução da política monetária. Contudo, sendo a taxa de juro natural um conceito abstrato, importa notar que as inferências extraídas com base em diferentes metodologias devem ser interpretadas cuidadosamente, tendo por base os fatores e os canais que foram incluídos ou omitidos nas respetivas estimações.

A evidência disponível sugere que a trajetória descendente do nível das taxas de juro reais nas maiores economias avançadas está associada a uma queda gradual, a nível internacional, do nível da taxa de juro natural. Em particular, na área do euro, existe evidência sustentada de que, apesar das estimativas da taxa de juro natural serem imprecisas, esta taxa tem apresentado uma trajetória descendente, especialmente após 2008. Assim, muitas das estimativas apontam para que, nos últimos anos, o nível da taxa de juro natural ronde valores em torno de zero ou mesmo negativos.

De acordo com a literatura, o comportamento da taxa de juro natural tem sido explicado por fatores estruturais, como a evolução demográfica, um abrandamento do produto potencial e da produtividade, mas também por fatores de natureza financeira, especialmente relevantes após a crise global. Em termos prospetivos, a maioria das projeções disponíveis para a área do euro atribuiu uma maior probabilidade a que, nos próximos anos, a taxa de juro natural permaneça em níveis baixos ao invés de inverter a trajetória observada nos últimos trinta anos. Neste contexto, o aumento do nível da taxa de juro natural está dependente de alterações na transição demográfica em curso e no potencial de crescimento de longo prazo, assim como de uma redução dos prémios de risco.

19. Em linha com esta estratégia, poder-se-ia estabelecer um objetivo para o produto nominal o que, na prática, significa assegurar uma taxa de inflação mais elevada quando o crescimento do produto é baixo (Carney, 2012).

Por fim, a indicação de que a taxa de juro natural na área do euro está e pode permanecer em níveis historicamente baixos acarreta importantes desafios para a condução da política monetária. Primeiro, o espaço para subidas do nível das taxas de juro diretoras do BCE pode ser mais reduzido do que o estimado no passado. Segundo, deve-se reconhecer que, neste contexto, aumenta a probabilidade de que o nível da taxa de juro de política monetária atinja o seu limiar inferior. Tal situação poderá implicar que, pretendendo-se alcançar um maior grau de acomodação monetária, seja necessário recorrer mais frequentemente a medidas não convencionais de política monetária.

Referências

- Adão, B. (2019). "Sinopse de Economia – Porque é a estabilidade de preços um objetivo-chave dos bancos centrais?" *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, 5, 67–89.
- Altavilla, C., Carboni, G., e Motto, R. (2015). "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area." *ECB Working Paper*, (1864).
- Bernanke, B. (2007). "Global Imbalances: Recent Development and Prospects." *Bundesbank Lecture*, Berlim, Alemanha.
- Bernanke, B. (2017). "Temporary price-level targeting: An alternative framework for monetary policy." <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/10/12/temporary-price-level-targeting-an-alternative-framework-for-monetary-policy/> [consult. 31 jan. 2019].
- Bielecki, M., Brzoza-Brzezina, M., e Kolasa, M. (2018). "Demographics, monetary policy and the zero lower bound." *National Bank of Poland Working Paper*, (284).
- Blanchard, O. e Gali, J. (2007). "Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model." *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(s1), 35–65.
- Blanchard, O., Furceri, D., e Pescatori, A. (2014). "A prolonged period of low real interest rates?" <https://voxeu.org/article/prolonged-period-low-real-interest-rates> [consult. 31 jan. 2019].
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., e Mauro, P. (2010). "Rethinking Macroeconomic Policy." *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(s1), 199–215.
- Brand, C., e Mazelis, F. (2018). "Taylor-rule consistent Estimates of the Natural Rate of Interest." *ECB Draft Paper*.
- Brand, C., Bielecki, M., e Penalver, A. (2018). "The natural rate of interest: estimates, drivers and challenges to monetary policy." *ECB Occasional Paper Series*, (217).
- Caballero, R. J., e Farhi, E. (2014). "The Safety Trap." *NBER working paper*, (19927).
- Caballero, R. J., Fahri, E., e Gourinchas, P. (2008). "An Equilibrium Model of «Global Imbalances» and Low Interest Rates." *American Economic Review*, 98(1), 358–393.
- Carney, M. (2012). "Guidance." discurso à *CFA Society Toronto*, Toronto, Ontário, 11 de dezembro.
- Carvalho, C., Ferrero, A., e Nechio, F. (2016). "Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism." *European Economic Review*, 88(C), 208–226.
- Correia, I., Farhi, E., Nicolini, J. P., e Teles, P. (2013). "Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound." *The American Economic Review*, 103(4), 1172–1211.
- Draghi, M. (2018). "Monetary Policy in the Euro Area." *The ECB and Its Watchers XIX Conference* organizado pelo Institute for Monetary and Financial Stability, Frankfurt, 14 de março.
- Dynan, K., Skinner, J., e Zeldes, S. (2004). "Do the rich save more?" *Journal of Political Economy*, 112(2), 397–444.

- Filardo, A., e Nakajima, J. (2018). "Effectiveness of unconventional monetary policies in a low interest rate environment." *BIS Working Paper*, (691).
- Fiorentini, G., Galesi, A., Pérez-Quirós, G., e Sentana, E. (2018). "The Rise and Fall of the Natural Interest Rate." *Banco de España Documentos de Trabajo*, (1822).
- Francis, J. (2009). "Wealth and the capitalist spirit." *Journal of Macroeconomics*, 31(3), 394–408.
- Fries, S., Mésonnier, J.-S., Mouabbi, S., e Renne, J.-P. (2017). "National natural rates of interest and the single monetary policy in the Euro Area." *Banque de France Working Paper Series*, (611).
- Gagnon, E., Johannsen, B. K., e Lopez-Salido, D. (2016). "Understanding the New Normal: the role of demographics." *FEDS Working Paper*, (80).
- Gerali, A., e Neri, S. (2018). "Natural rates across the Atlantic." *Journal of Macroeconomics* (no prelo).
- Haavio, M., Juillard, M., e Matheron, J. (2017). "Natural rate of interest in the euro area. A DSGE framework with financial frictions." *Banque de France Draft Paper*.
- Holston, K., Laubach, T., e Williams, J. C. (2017). "Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants." *Journal of International Economics*, 108, S59–S75.
- Kiley, M. T., e Roberts, J. M. (2017). "Monetary Policy in a Low Interest Rate Environment." *Brookings Papers on Economic Activity Conference*, março 23–24, 2017.
- Krustev, G. (2018). "The natural rate of interest and the financial cycle." *European Central Bank Working Paper*, (2168).
- Laubach, T., e Williams, J. C. (2003). "Measuring the Natural Rate of Interest." *The Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063–1070.
- Papetti, A. (2018). "Demographics and the natural real interest rate in an OLG New-Keynesian Model." *ECB Draft Paper*.
- Rachel, L., e Smith, T. D. (2017). "Are Low Real Interest Rates Here to Stay?" *International Journal of Central Banking*, 13, 1–42.
- Summers, L. H. (2014). "US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound." *Business Economics*, 49(2), 65–73.
- Svensson, L. (1999). "Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?" *Journal of Money, Credit and Banking*, 31(3), 277–295.
- Wicksell, K. (1898). *Geldzins und Güterpreise*. Nihon Keizai Hyoron Sha.
- Williams, J. H. (1931). "The Monetary Doctrines of JM Keynes." *The Quarterly Journal of Economics*, 45(4), 547–587.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Woodstock, Oxfordshire England: Princeton University Press.
- Yellen, J. L. (2015). "Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspective." discurso em *The New Normal Monetary Policy*, Reserva Federal de San Francisco, San Francisco, California, 27 de março.

