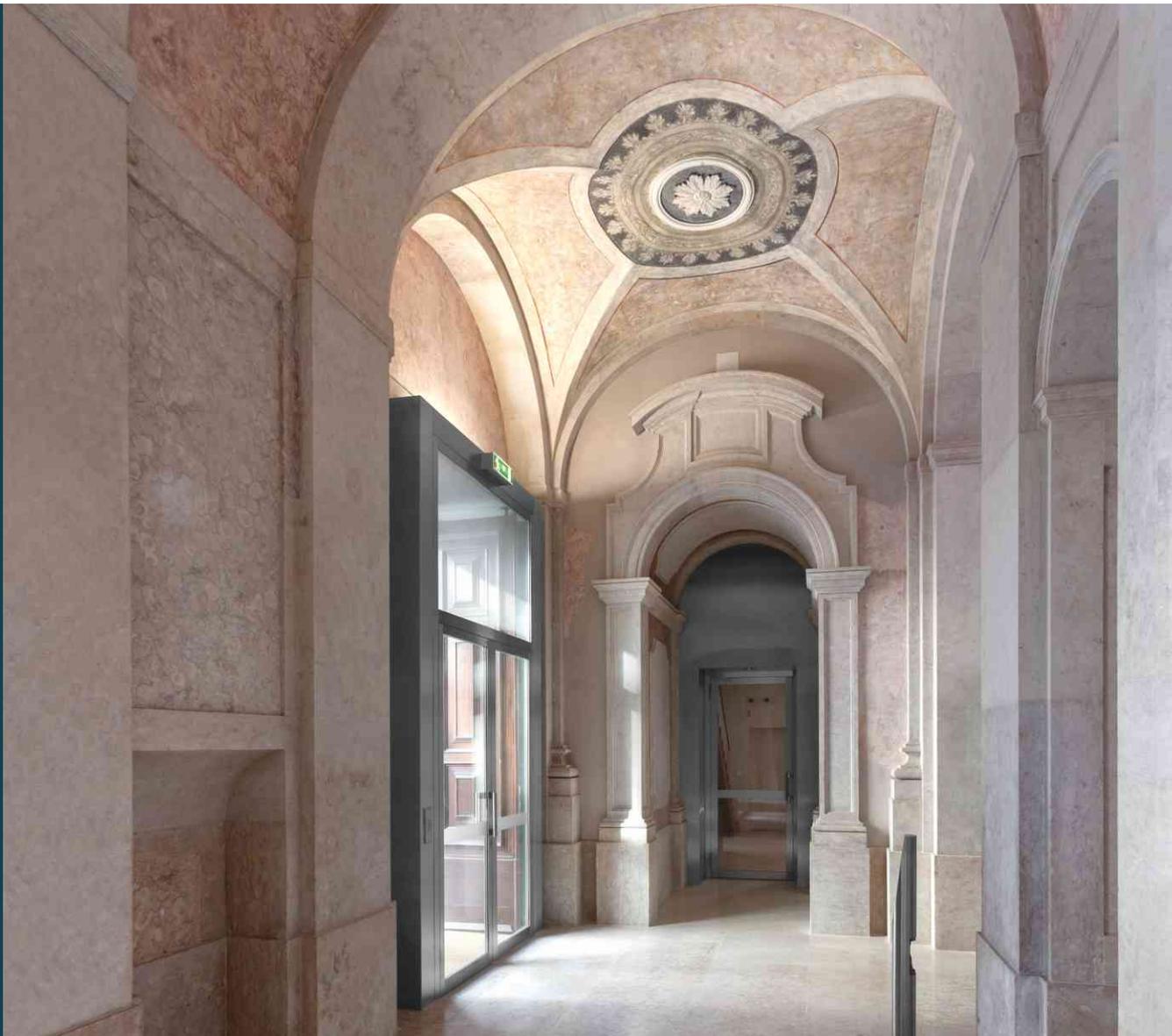




BANCO DE PORTUGAL  
EUROSISTEMA

# BOLETIM ECONÓMICO

Outubro 2015





# BOLETIM ECONÓMICO

Outubro 2015



Lisboa, 2015 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

## **I A economia portuguesa na primeira metade de 2015**

1. Apresentação | 7
2. Enquadramento internacional | 11
  - Caixa 1 | O terceiro programa de resgate da Grécia | 16
3. Condições monetárias e financeiras | 18
  - 3.1 Área do euro | 18
  - 3.2 Portugal | 22
4. Política e situação orçamental | 31
  - Caixa 2 | Revisões no défice e na dívida das administrações públicas: 2011-2014 | 34
5. Oferta | 36
6. Procura | 43
7. Preços | 51
8. Balança de pagamentos | 56

## **II Projeções para a economia portuguesa em 2015 | 63**

- Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção | 67

## **III Tema em destaque**

- Transição demográfica e crescimento na economia portuguesa | 71
- As regras orçamentais europeias e o cálculo dos saldos estruturais | 87





# A ECONOMIA PORTUGUESA NA PRIMEIRA METADE DE 2015

1. Apresentação
2. Enquadramento internacional
3. Condições monetárias e financeiras
4. Política e situação orçamental
5. Oferta
6. Procura
7. Preços
8. Balança de pagamentos



# 1. Apresentação

A economia portuguesa manteve na primeira metade de 2015 uma trajetória de recuperação moderada, consistente com o reinício do processo de convergência real face à média da área do euro. Neste período, o enquadramento da economia portuguesa caracterizou-se por um dinamismo robusto da procura externa, uma menor fragmentação financeira na área do euro e uma melhoria nas condições monetárias e financeiras, para o que contribuiu o conjunto alargado de medidas de política adotadas pelo BCE. Internamente, observou-se uma consolidação de expectativas favoráveis dos agentes económicos relativamente à evolução do rendimento permanente, bem como uma orientação não restritiva da política orçamental, avaliada em termos estruturais. A conjugação destes fatores contribuiu para sustentar o dinamismo da procura interna, com destaque para o consumo de bens duradouros e o investimento em máquinas e material de transporte. A evolução destes agregados deve ser enquadrada na forte queda observada nos anos anteriores, sendo deste modo influenciada por um processo de convergência gradual face aos respetivos níveis de equilíbrio de longo prazo. Por seu turno, ao longo do último ano, continuou a observar-se um crescimento robusto das exportações, em linha com a procura externa dirigida à economia portuguesa. Este dinamismo foi extensível às componentes de bens e de serviços. No mercado de trabalho registou-se um aumento significativo do emprego do setor privado, uma diminuição do emprego no setor público – mais mitigada do que em anos anteriores – e uma forte queda do desemprego. O processo de recuperação económica em curso continuou a caracterizar-se por baixas pressões inflacionistas, quer internas quer externas. Adicionalmente, a evolução da economia portuguesa ao longo do primeiro semestre de 2015 foi compatível com a continuação de uma aproximação gradual a equilíbrios macroeconómicos fundamentais. Neste âmbito, destaca-se o processo de desalavancagem de vários setores da economia – particulares, empresas e setor financeiro

– bem como a manutenção de um excedente na balança corrente e de capital, assente num excedente da balança de bens e serviços. A evidência disponível sobre a execução orçamental sugere ainda que o compromisso nacional de assegurar o encerramento do procedimento dos défices excessivos em 2015 permanece exequível.

Ao longo dos últimos anos, observou-se uma melhoria progressiva na afetação dos recursos empregues na economia portuguesa – com características estruturais – através de uma orientação crescente dos fatores produtivos para os segmentos mais expostos à concorrência internacional e para as empresas mais produtivas. Esta conclusão é evidenciada em indicadores tanto do lado da procura como da oferta. Neste âmbito, destaca-se o crescimento de cerca de 10 pontos percentuais (p.p.) do peso das exportações no Produto Interno Bruto entre 2008 e a primeira metade de 2015 (de 31 para cerca de 41 por cento), num contexto de forte crescimento das exportações em volume (aumento de 25 por cento no mesmo período) e de ganhos de quota de mercado significativos, nomeadamente em comparação com os restantes países da área do euro. Esta evolução favorável esteve associada não só ao desempenho de empresas tradicionalmente expostas aos mercados externos mas também de empresas que iniciaram a sua atividade exportadora. Em sentido inverso, destaca-se a contração estrutural no setor da construção, tanto em termos de peso no VAB como no total de emprego. Em termos agregados, desde o início de 2008, observou-se um aumento acumulado do VAB por trabalhador (equivalente a tempo completo) em Portugal de cerca de 7 por cento. Consistentemente, a evidência microeconómica disponível sugere também que as empresas mais produtivas registaram um aumento do seu peso em termos de volume de vendas, nomeadamente nos setores da indústria e dos serviços. Esta reafetação gradual de recursos foi igualmente sustentada na evolução do mercado de crédito, que tem vindo a caracterizar-se por

uma canalização crescente dos fluxos de crédito para as empresas com melhor perfil de risco. Este processo de reestruturação da economia portuguesa ainda se encontra, naturalmente, incompleto. De facto, a correção das afetações ineficientes de recursos acumuladas ao longo de várias décadas – e que se revelaram de forma evidente com a crise das dívidas soberanas na área do euro – exige a adoção de um quadro de incentivos corretos e estáveis, que ancorem as decisões dos diferentes agentes económicos por um período relativamente longo. Neste processo é determinante a existência de uma mobilidade efetiva de recursos produtivos entre empresas, incluindo fluxos das empresas que encerram para as novas empresas, que depende tanto do enquadramento institucional como da qualidade dos fatores produtivos.

A economia portuguesa foi sujeita nos últimos anos a uma conjugação de choques sem precedentes. Em resultado, os níveis da atividade económica e de emprego encontram-se ainda significativamente abaixo dos observados no período anterior à crise financeira global. Neste âmbito, importa salientar que o ritmo de recuperação da economia portuguesa tem sido mais gradual do que em períodos recessivos anteriores. Este perfil, partilhado pelo conjunto da área do euro, está em grande parte associado ao facto de ocorrer após uma crise financeira profunda, a que se sucedeu a crise das dívidas soberanas. Esta conjugação implica em geral um perfil lento de recuperação económica. Num quadro de ajustamento gradual, a interação entre níveis persistentemente elevados de dívida pública e privada – que exigem uma diminuição progressiva do endividamento dos agentes – e um setor financeiro excessivamente alavancado – que requer um fortalecimento em termos de solvabilidade e de qualidade dos balanços – condiciona o ritmo de recuperação económica por um período prolongado.

Para além da interação entre a economia financeira e a economia real, existem outros fatores que têm condicionado o nível e o crescimento

potencial da economia portuguesa. Em primeiro lugar, é de assinalar a diminuição da população total e da população ativa (em cerca de 2,0 e 5,5 por cento entre o início de 2010 e meados de 2015), que está associada à dinâmica recente dos fluxos migratórios e ao processo de envelhecimento da população. Este processo tem características estruturais que devem ser tidas em conta na avaliação do desempenho económico em Portugal (Tema em Destaque “Transição demográfica e crescimento na economia portuguesa” no presente Boletim). Neste âmbito, a análise da evolução dos agregados macroeconómicos em termos *per capita* ganha uma importância acrescida. Em segundo lugar, a queda profunda e prolongada do investimento empresarial no período da crise condicionou a evolução do *stock* de capital, o que constitui uma restrição ao dinamismo da atividade. Mesmo no atual quadro de forte crescimento do investimento em material de transporte e em máquinas, o nível de investimento empresarial ainda se situa cerca de 30 por cento abaixo do observado antes da crise financeira global. Finalmente, o elevado nível de desemprego de longa duração – não obstante a diminuição observada no primeiro semestre – tende a provocar uma depreciação do capital humano, com um impacto adverso no crescimento potencial da economia.

O presente Boletim apresenta uma atualização das projeções macroeconómicas para o conjunto de 2015, que não altera as perspetivas fundamentais da economia portuguesa identificadas em junho. Neste contexto, sublinhe-se que os desafios que impendem sobre a economia portuguesa não podem ser minorizados. No que se refere ao enquadramento externo, os meses mais recentes revelaram algumas fragilidades nos determinantes de crescimento da economia mundial, nomeadamente no que se refere à transição da economia chinesa para um regime económico mais centrado na procura interna. Adicionalmente, os bancos centrais nas economias desenvolvidas enfrentam um desafio de credibilidade na gestão de expectativas, num quadro em que a inflação observada tem sido sistematicamente inferior aos

objetivos de inflação definidos nos respetivos mandatos.

No que se refere aos desafios predominantemente internos, o processo de ajustamento estrutural e de correção duradoura dos desequilíbrios macroeconómicos acumulados ao longo de décadas exige aprofundamento. Em particular, mantém-se a necessidade de continuar a reforçar a eficiência no processo de intermediação financeira, de assegurar uma desalavancagem adicional do setor privado e de criar novos incentivos à inovação, à mobilidade de fatores e a investimentos em capital humano e físico. Finalmente, é crucial manter um quadro institucional previsível e promotor da estabilidade macroeconómica. Neste

âmbito, releva o cumprimento dos compromissos das autoridades nacionais no âmbito das regras orçamentais europeias (Tema em Destaque “As regras orçamentais europeias e o cálculo dos saldos estruturais” no presente Boletim). O cumprimento destes compromissos permitirá assegurar uma diminuição sustentada do atual nível de dívida pública em percentagem do PIB, que constitui uma vulnerabilidade latente da economia portuguesa. Globalmente, a conjugação destas diferentes dimensões contribuirá para potenciar o crescimento económico e o bem-estar dos agentes, num quadro de manutenção dos equilíbrios macroeconómicos fundamentais na economia portuguesa.

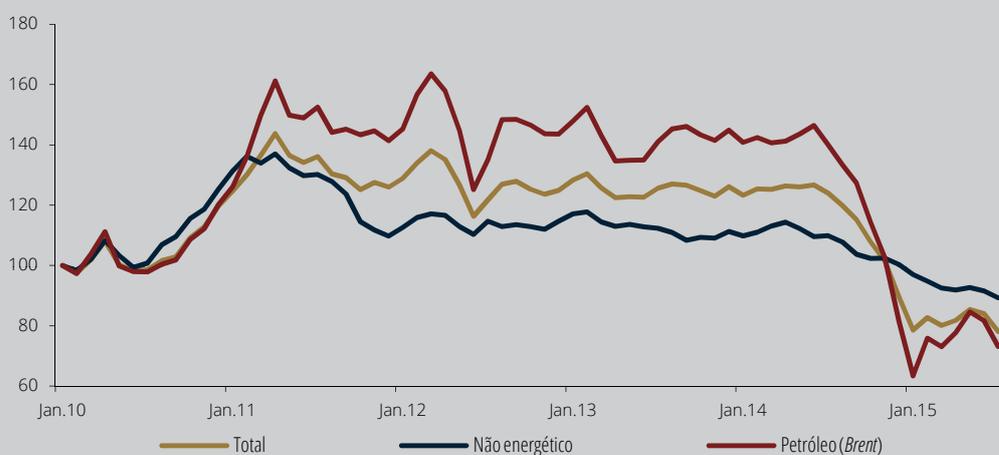


## 2. Enquadramento internacional

### · A expansão moderada · da economia global continua

Ao longo do primeiro semestre de 2015, a economia global manteve-se numa trajetória de crescimento moderado. As taxas de crescimento continuaram a divergir entre regiões, com as economias avançadas a registarem uma recuperação gradual da atividade, a par de uma desaceleração das economias de mercado emergentes. Esta tendência, iniciada em 2013, foi acentuada pela recente queda no preço das matérias-primas, em particular o petróleo, o que implicou uma redistribuição substancial de rendimento entre países exportadores e importadores. O efeito líquido positivo no rendimento foi geralmente mais forte nas economias avançadas, onde os ganhos reais decorrentes da queda dos preços do petróleo contribuíram para o aumento da procura interna. A continuação de políticas monetárias acomodáticas e de uma política orçamental menos restritiva também teve um contributo positivo. Consequentemente, observou-se uma recuperação do crescimento dos salários nos países desenvolvidos e um aumento da confiança dos consumidores para níveis pré-crise.

A atividade económica nas economias de mercado emergentes continuou a desacelerar. A reorientação da política económica da China para um modelo mais baseado no mercado interno levou a uma redução gradual do crescimento económico relativamente às taxas muito elevadas observadas ao longo da última década. A desaceleração foi particularmente notória nos setores da construção e indústria transformadora, setores intensivos em matéria-prima. A redução na procura de matérias-primas na China, juntamente com fatores do lado da oferta com influência no mercado do petróleo, contribuiu para o decréscimo acentuado nos preços das matérias-primas nos últimos meses (Gráfico 2.1). A diminuição dos preços e a contração observada nos mercados teve um impacto significativo em muitas economias emergentes exportadoras de matérias-primas. No caso do Brasil e da Rússia, a estes associaram-se fatores políticos e estruturais, resultando na contração da atividade económica. A fraca procura nas economias de mercado emergentes levou a uma forte diminuição do comércio mundial de bens e serviços durante o primeiro trimestre de 2015, apenas parcialmente contrabalançado pelo aumento da procura nas economias avançadas (Gráfico 2.2).



**Gráfico 2.1 •**  
Preços das  
matérias-primas  
| Índice jan.  
2010 = 100

Fonte: FMI.

Nota: O índice não energético inclui alimentos, bebidas e matérias-primas industriais.

De acordo com as projeções de julho do FMI, o PIB mundial crescerá 3,3 por cento em 2015, valor ligeiramente inferior aos 3,4 por cento observados em 2014. As economias avançadas deverão crescer 2,1 por cento, comparativamente a 1,8 por cento em 2014. Por sua vez, as economias de mercado emergentes deverão registar uma diminuição do crescimento de 4,6 por cento em 2014 para 4,2 por cento em 2015 (Quadro 2.1). Apesar de uma redução na sua contribuição relativa para o crescimento do PIB mundial, estas economias ainda serão responsáveis por

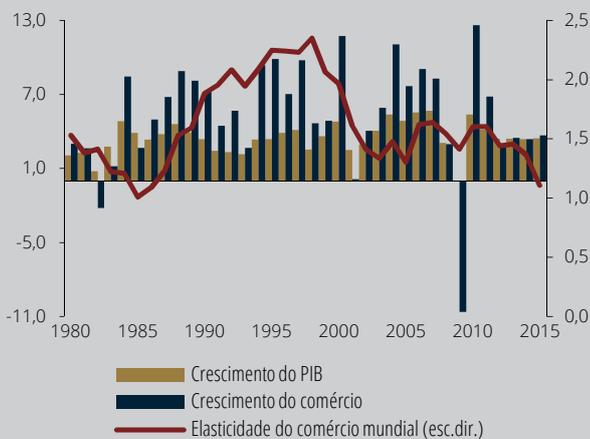
mais de 70 por cento do PIB mundial em 2015 (Gráfico 2.3). Projeta-se um crescimento de 4,1 por cento do comércio mundial, valor superior aos 3,2 por cento verificados em 2014. Por conseguinte, a elasticidade do comércio mundial face ao produto situar-se-á perto de 1. Embora este valor esteja próximo da média do período de 2001 a 2014, é muito inferior ao valor médio observado nas décadas anteriores, que ascendeu a cerca de 2, e que refletiu *inter alia* a integração crescente das economias de mercado emergentes no comércio global.

Quadro 2.1 • Produto Interno Bruto | Taxa de variação homóloga real, em percentagem

	WEO Update julho 2015			Revisões face ao WEO de abril de 2015 WEO (p.p.)	
	2014	2015	2016	2015	2016
<b>Economia mundial</b>	3,4	3,3	3,8	-0,2	0,0
<b>Economias avançadas</b>	1,8	2,1	2,4	-0,3	0,0
EUA	2,4	2,5	3,0	-0,6	-0,1
Japão	-0,1	0,8	1,2	-0,2	0,0
Reino Unido	2,9	2,4	2,2	-0,3	-0,1
Área do euro	0,8	1,5	1,7	0,0	0,1
Alemanha	1,6	1,6	1,7	0,0	0,0
França	0,2	1,2	1,5	0,0	0,0
Itália	-0,4	0,7	1,2	0,2	0,1
Espanha	1,4	3,1	2,5	0,6	0,5
<b>Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento</b>	4,6	4,2	4,7	-0,1	0,0

Fontes: FMI, *World Economic Outlook Update*, julho 2015.

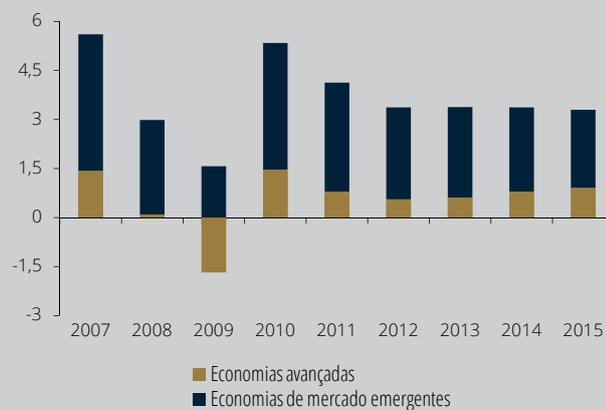
Gráfico 2.2 • Crescimento do PIB mundial, volumes de comércio e elasticidade do comércio mundial



Fontes: FMI, *World Economic Outlook Update*, julho 2015 e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Elasticidade do comércio mundial é calculada para períodos de 5 anos.

Gráfico 2.3 • Contribuições para o crescimento global do PIB



Fontes: FMI e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: As contribuições para o PIB mundial são baseadas em valores de paridade de poder de compra.

## A recuperação económica da área do euro mostra sinais de maior abrangência

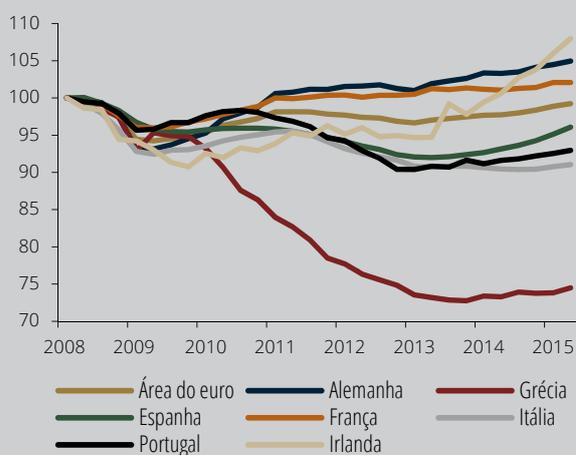
Na área do euro, a melhoria no ritmo de crescimento no final de 2014 manteve-se durante o primeiro semestre deste ano (Gráfico 2.4). Tal como em outras economias avançadas, a diminuição acentuada nos preços de produtos energéticos aumentou o rendimento real disponível e ajudou ao fortalecimento do crescimento do consumo privado, o que se traduziu na taxa mais elevada desde o início da crise (Gráfico 2.5). A confiança crescente dos consumidores num contexto de melhoria gradual no mercado de trabalho proporcionou um impulso adicional ao consumo. Adicionalmente, um maior grau de acomodação monetária da parte do BCE, através de medidas não convencionais, contribuiu para o fortalecimento da atividade económica. Estas medidas melhoraram a transmissão da política monetária na área do euro, refletindo uma redução na fragmentação financeira. Neste contexto, assistiu-se a uma redução no custo do crédito e na dispersão das taxas de juro de empréstimos. Estes desenvolvimentos, em conjunto com uma orientação orçamental

mais neutra na maioria dos países, contribuíram para tornar a recuperação da área do euro mais abrangente. Em particular, a atividade em Espanha continuou a acelerar fortemente. Simultaneamente, países como Itália e França recuperaram da estagnação observada no final de 2014. Um dos fatores responsáveis por restringir o crescimento da área do euro durante o primeiro semestre foi a incerteza em relação às negociações com a Grécia. Esta aumentou consideravelmente após as eleições de janeiro (Caixa 1. “O terceiro programa de resgate da Grécia”). Contudo, o impacto económico negativo fora da Grécia foi relativamente limitado devido *inter alia* a uma estrutura institucional mais forte e a uma melhor governabilidade da área do euro. Por sua vez, o conflito contínuo entre a Rússia e a Ucrânia e as sanções económicas associadas tiveram um impacto negativo na economia da área do euro.

## A procura externa para as exportações portuguesas acelerou

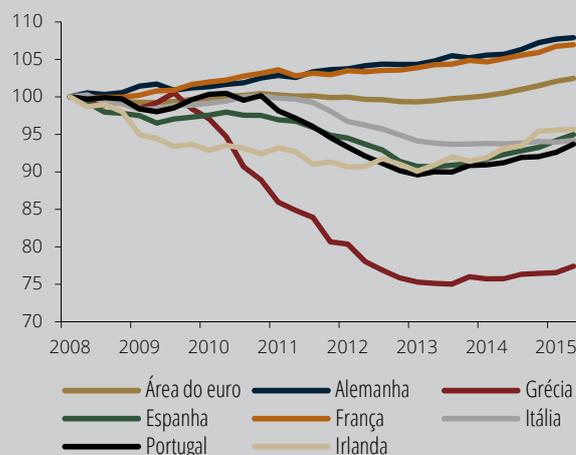
A melhoria das condições económicas na área do euro e o enfraquecimento do euro contribuíram

**Gráfico 2.4 • PIB real na área do euro**  
| 2008 T1=100



Fonte: Eurostat.

**Gráfico 2.5 • Consumo real na área do euro**  
| 2008 T1=100



Fonte: Eurostat.

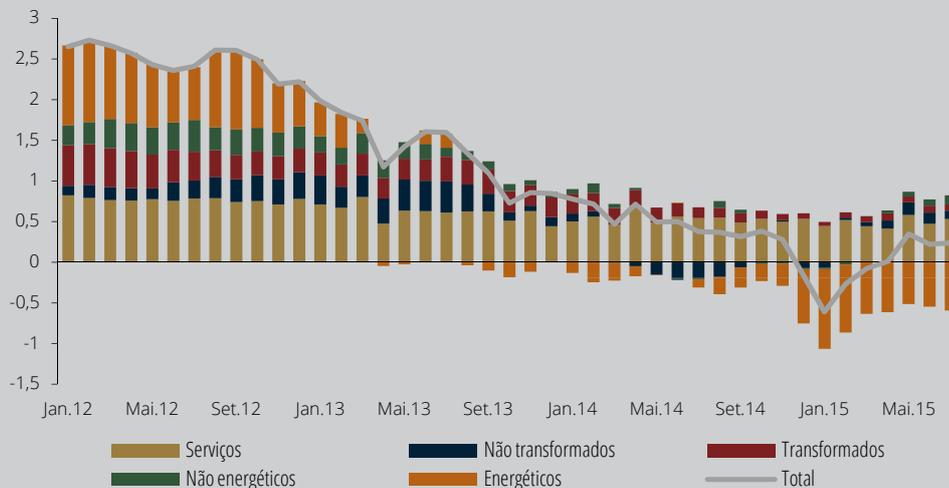
para uma aceleração da procura externa na economia portuguesa, que cresceu 5 por cento durante o primeiro semestre, em comparação com 4,7 por cento em 2014 (Quadro 2.2). Em particular, as empresas portuguesas exportadoras beneficiaram substancialmente da forte recuperação da economia espanhola, assim como da recuperação de outros parceiros comerciais importantes na área do euro. Por sua vez, a procura da parte de mercados fora da área do euro cresceu 3,4 por cento (3,6 por cento em 2014). O euro depreciou 6,2 por cento em termos nominais efetivos ao longo da primeira metade do ano, o que melhorou a competitividade-preço das exportações portuguesas nos mercados extra-área do euro<sup>1</sup>. Uma importante exceção a este padrão de procura externa favorável é Angola, que se encontra em contração económica desde o decréscimo acentuado e sustentado dos preços do petróleo.

Em janeiro, a inflação homóloga medida pelo IHPC caiu para -0,6 por cento, devido principalmente à diminuição significativa dos preços energéticos (Gráfico 2.6). Subsequentemente, uma redução relativa da pressão negativa exercida pelos preços energéticos contribuiu para uma trajetória ascendente da inflação durante o primeiro semestre do ano. A inflação global atingiu valores positivos em maio, e fixou-se em 0,2 por cento em junho, devido não só ao aumento dos preços no setor de serviços, mas também a outros bens não energéticos. Esta trajetória crescente ocorreu no contexto da implementação do programa alargado de compra de ativos anunciado em janeiro – que foi seguido por uma depreciação significativa do euro e por um aumento das expectativas de inflação.

### A inflação da área do euro mostra sinais de estabilização a níveis baixos

Após apresentar uma tendência decrescente nos últimos três anos, a inflação da área do euro entrou em território negativo no início de 2015.

**Gráfico 2.6 •**  
Taxa de variação homóloga do índice de preços no consumidor na área do euro  
| Em percentagem



Fonte: Eurostat.

**Quadro 2.2 • Procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa**  
| Taxa de variação homóloga real, em percentagem

	Pesos (b)	2012	2013	2014	2014 S1	2014 S2	2015 S1
<b>Procura externa (BCE)<sup>(a)</sup></b>	100,0	-0,4	1,6	4,7	4,5	4,8	5,0
Procura externa intra-área do euro	66,3	-2,7	0,8	5,2	4,9	5,5	5,9
da qual:							
Espanha	27,1	-6,3	-0,5	7,6	7,1	8,1	7,1
Alemanha	13,7	0,1	3,2	3,7	4,1	3,3	5,5
França	12,5	0,8	1,8	3,9	3,3	4,5	6,5
Itália	3,9	-8,3	-2,2	1,7	1,6	1,7	4,9
Procura externa extra-área do euro	33,7	4,2	3,0	3,6	3,6	3,6	3,4
da qual:							
Reino Unido	5,6	3,1	1,4	2,4	3,0	1,8	5,3
Estados Unidos	3,5	2,2	1,1	3,8	3,4	4,2	5,6
<b>Por memória:</b>							
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		2,8	3,3	3,2			
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		1,9	2,3	3,3	3,0	3,6	1,2

Fontes: BCE, *Netherlands Bureau for Economic Analysis* (CPB) e FMI.

Nota: (a) Calculada como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país / região é ponderada de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal. (b) Pesos referentes ao ano de 2011.

### Caixa 1 | O terceiro programa de resgate da Grécia

Após um longo processo negocial, os líderes da área do euro chegaram a um acordo relativamente a um novo programa de assistência financeira à Grécia no dia 13 de julho. As negociações formais foram concluídas a 14 de agosto com a assinatura do Memorando de Entendimento.

O acordo foi alcançado depois de o governo grego e as Instituições (Comissão Europeia, Fundo Monetário Internacional e Banco Central Europeu) não terem conseguido chegar a um acordo relativamente aos termos de uma extensão do segundo programa de assistência. O programa iniciado em março de 2012, no valor de 164,5 mil milhões de euros com data de finalização prevista para fevereiro de 2015, foi estendido até ao final de junho desse ano. As negociações centraram-se no conteúdo das medidas a implementar na Grécia em contrapartida da concessão de um novo financiamento. O governo grego, eleito em janeiro com um programa que pretendia acabar com a política de consolidação orçamental e iniciar a renegociação da dívida grega, não estava de acordo com as medidas propostas. Por sua vez, os credores recusaram a concessão de novos empréstimos sem um firme compromisso do governo grego de executar as reformas adequadas. A redução da dívida era também vista como inaceitável. A 25 de junho, uma proposta de extensão do programa de assistência por cinco meses foi apresentada pelos credores e rejeitada pelo governo grego, o qual anunciou a realização de um referendo para 5 de julho que determinaria a aceitação a aceitação ou rejeição da proposta dos credores. No seguimento da quebra nas negociações, o BCE decidiu não aumentar a quantidade fixa de fundos atribuída ao sistema bancário grego por meio de uma linha de liquidez de emergência. A 28 de junho, o governo grego iniciou uma política de controlo de capitais e procedeu a um fecho temporário dos bancos. A finalização do segundo programa de assistência a 30 de junho traduziu-se na necessidade de negociação de um novo programa de assistência financeira por parte da Grécia, a fim de obter novo financiamento. Com o fim do financiamento do programa anterior, a Grécia falhou o pagamento de uma amortização de dívida de 1,5 mil milhões de euros ao FMI, a ser cumprida até ao final de junho. No referendo de 5 de julho a maioria dos votantes apoiou a posição do governo grego de rejeição da proposta dos credores. Nos dias que se seguiram tornou-se claro que sem um novo programa de assistência financeira a Grécia não cumpriria as amortizações de dívida previstas.

A 8 de julho o governo grego fez um pedido formal para um novo programa. Este acontecimento levou à realização de uma cimeira de emergência com os líderes da área do euro que teve como tema central a situação financeira da Grécia e, a 13 de julho, a um acordo relativamente às linhas gerais de um terceiro programa de assistência à Grécia. Como condição prévia para a assinatura de um acordo final, o parlamento grego tinha de aprovar um novo pacote de medidas até ao final de julho. Este último deveria conter medidas tais como o aumento da base fiscal do IVA, a reforma do regime de pensões, a incorporação na legislação nacional do Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação, e a implementação do mecanismo de recuperação e resolução de bancos da UE. Com base nas condições previamente enunciadas, chegou-se a um acordo no dia 14 de agosto, data de assinatura de um novo memorando de entendimento, com a Comissão Europeia (em nome do Mecanismo Europeu de Estabilidade), o governo helénico e o Banco Central grego.

De acordo com os termos do programa, a Grécia receberá um novo financiamento num valor de 86 mil milhões de euros ao longo de um período de três anos. Este valor inclui uma almofada financeira de 25 mil milhões de euros a fim de responder a potenciais custos de recapitalização e resolução da banca. Em contrapartida, a Grécia comprometeu-se a aplicar um conjunto de

reformas baseado em quatro pilares: restauração da sustentabilidade orçamental, salvaguardar da estabilidade financeira, aumento da competitividade e do crescimento e modernização do Estado e da Administração Pública. Em particular, o governo grego deverá seguir uma trajetória orçamental com vista à obtenção de um saldo orçamental primário de -0,25 por cento do PIB em 2015, 0,5 por cento em 2016, 1,75 por cento em 2017 e 3,5 por cento do PIB em 2018 e nos anos seguintes. A implementação destes objetivos será monitorizada pela Comissão, em parceria com o Banco Central Europeu e, sempre que possível, pelo Fundo Monetário Internacional. O financiamento será distribuído numa série de *tranches* trimestrais após a obtenção de avaliações positivas relativamente ao progresso na implementação dos pacotes de medidas. Estes incluem uma reforma no sistema de pensões, desregulação dos mercados de trabalho, bens e energia, implementação de um programa de privatizações e melhorias na cobrança de impostos e na luta contra a evasão fiscal.

### **Links para os documentos mais importantes**

*Memorandum of Understanding between Greece and the European Commission*

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/greek\\_loan\\_facility/pdf/01\\_mou\\_20150811\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/pdf/01_mou_20150811_en.pdf)

*European Stability Mechanism FAQ on Greece*

<http://www.esm.europa.eu/pdf/2015-06-30%20FAQ%20on%20Greece.pdf>

*Eurogroup statement on the ESM programme for Greece*

<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/08/14-eurogroup-statement/>

*Decision of the Council of the European Union approving the macroeconomic adjustment programme of Greece*

<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11459-2015-INIT/en/pdf>

## 3. Condições monetárias e financeiras

### 3.1. Área do euro

A orientação acomodatória do BCE foi acentuada por novas medidas não convencionais

Em janeiro de 2015, o Conselho do BCE anunciou uma expansão do programa de compras de ativos existente a fim de incluir obrigações emitidas pelos governos da área do euro, agências e instituições da UE. Previamente, o programa estava limitado à compra de instrumentos de dívida titularizados (*Asset Backed Securities*) e *covered bonds*. Com a expansão do programa, o BCE anunciou que a compra de títulos do setor público e privado irá totalizar 60 mil milhões de euros por mês. Como comunicado pelo Conselho do BCE, o programa deverá continuar até setembro de 2016 e até o Conselho assistir a um ajustamento sustentado na trajetória da inflação consistente

com o seu objetivo de estabilidade de preços a médio prazo.

A orientação acomodatória das políticas, incluindo o programa alargado de compra de ativos, tem tido um impacto significativo nos mercados financeiros e nas condições de crédito na área do euro. A depreciação do euro, iniciada em 2014, agravou-se no primeiro trimestre deste ano tanto em termos nominais efetivos (medido em relação a 18 grandes parceiros comerciais) como em relação ao dólar (Gráfico 3.1). No início de março a taxa de câmbio dólar-euro atingiu o seu valor mais baixo desde 2003. No entanto, no segundo trimestre a tendência inverteu-se e o euro começou a apreciar. Em termos gerais, durante o primeiro semestre do ano, o euro depreciou cerca de 6 por cento em termos nominais efetivos e 7 por cento face ao dólar.

As taxas de rendibilidade das obrigações do tesouro a dez anos na área do euro continuaram a sua tendência descendente, atingindo um mínimo histórico de 0,8 por cento em abril.

**Gráfico 3.1 •**  
Taxas de câmbio do euro



Fonte: BCE.

Nota: A taxa de câmbio nominal efetiva do euro está normalizada para 100 em janeiro de 2013.

As taxas de rendibilidade para as obrigações de dívida pública dos países da área do euro diminuíram, principalmente para os estados membros do Sul, conduzindo a um estreitamento pronunciado dos diferenciais face à Alemanha (Gráfico 3.2). Durante este período, a taxa de rendibilidade de obrigações do tesouro de longo prazo caiu também noutras economias avançadas, em particular nos EUA e Reino Unido (Gráfico 3.3). A acentuada descida nas taxas de rendibilidade na área do euro desde 2014 esteve associada a uma diminuição das expetativas de inflação e das taxas de juro reais (Gráficos 3.4 e 3.5).

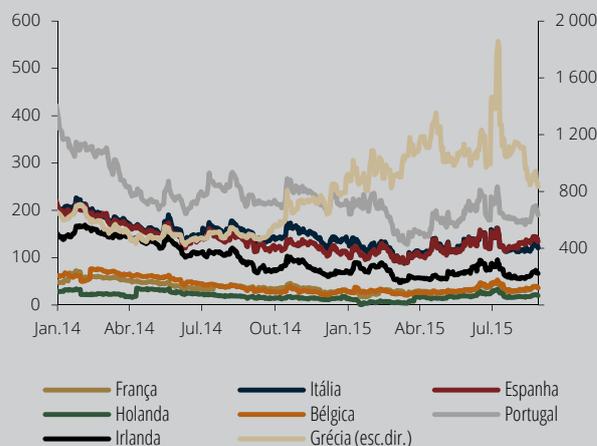
A descida sustentada das expetativas de inflação para todos os horizontes temporais continuou até janeiro de 2015, momento em que se reverteu esta tendência com o anúncio do programa alargado de compra de ativos. As expetativas de inflação aumentaram constantemente nos meses seguintes e no fim de junho a expetativa de inflação média durante 5 anos daqui a 5 anos situava-se em 1,9 por cento, comparado ao mínimo histórico de 1,54 por cento no início do ano (Gráfico 3.4). No entanto, em julho as expetativas baseadas em informação

de mercado recomeçaram a diminuir, levantando preocupações em relação ao possível abrandamento das melhorias alcançadas em termos de acomodação monetária durante a primeira metade do ano.

De facto, as expetativas decrescentes de inflação, num ambiente de taxas de juro nominais estáveis, têm aumentado as taxas de juro reais nos últimos meses, que se vieram a situar, em setembro, em valores muito próximos dos verificados no início deste ano (Gráfico 3.5). Desde meados de 2014 existem sinais de que as dinâmicas de inflação começaram a influenciar as medidas das expetativas de inflação baseadas em informação de mercado, incluindo em horizontes temporais mais longos que deveriam ser insensíveis a flutuações da inflação global<sup>2</sup>. Este facto deu origem a um aumento significativo no grau de dependência entre variação nas expetativas de inflação de curto e de longo prazo (Gráfico 3.6).

O final de junho foi caracterizado por uma elevada volatilidade num contexto de incerteza relativamente às negociações do governo grego com as instituições credoras (Caixa 1. “O terceiro

**Gráfico 3.2 • Taxas de rendibilidade de dívida pública a 10 anos – diferenciais face à Alemanha**  
| Pontos base



Fontes: BCE e Bloomberg.

**Gráfico 3.3 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos | Percentagem**



Fonte: Thomson Reuters.

programa de resgate da Grécia”). Apesar da volatilidade acrescida durante este período de crise, o efeito nas taxas de rendibilidade de outros países da periferia da área do euro foi apenas limitado e temporário. Este facto enfatiza o progresso institucional realizado ao nível da área do euro nos últimos anos, assim como a perceção positiva dos investidores relativamente às restantes economias da área do euro.

## As condições do mercado de crédito continuaram a melhorar

Os mercados de crédito na área do euro têm também beneficiado das condições monetárias favoráveis. Até meados de 2014, a transmissão dos impulsos da política monetária para o custo do crédito do setor privado foi bastante

**Gráfico 3.4 • Taxas de inflação esperadas calculadas a partir de *swaps* de inflação, área do euro**  
| Em percentagem



Fontes: *Bloomberg* e cálculos do Banco de Portugal.

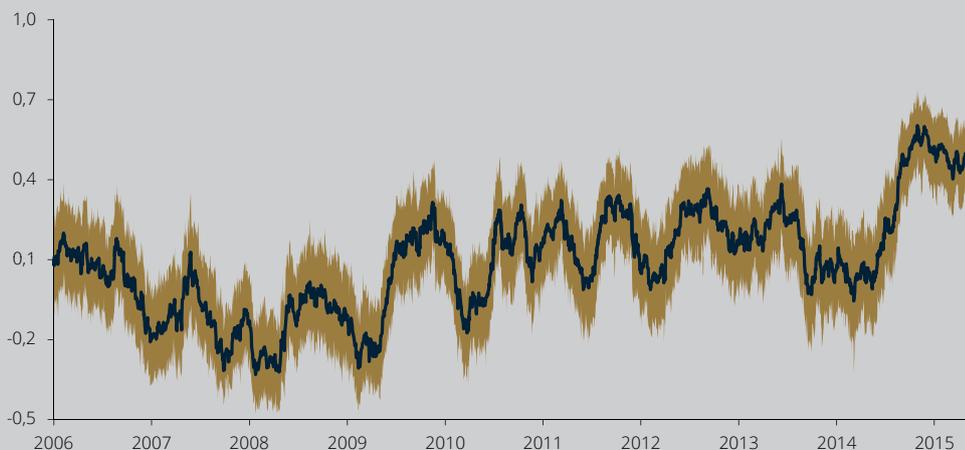
**Gráfico 3.5 • Taxas de juro reais na área de euro**  
| Em percentagem



Fontes: *Bloomberg* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Obrigações francesas indexadas ao IHPC da área do euro (excl. preços do tabaco).

**Gráfico 3.6 • Correlação (rho de *Spearman*) entre expectativas de inflação de curto e longo prazo calculadas a partir de *swaps* de inflação**



Fontes: *Bloomberg* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Coeficiente de correlação de *Spearman* entre variações das expectativas de inflação durante 1 ano daqui a 1 ano e durante 5 anos daqui a 5 anos calculadas a partir de *swaps* de inflação. A correlação é calculada usando janelas rolantes de 90 dias (centradas). A área a sombreado corresponde a um intervalo de confiança a 95 %.

fraca. Desde então tem-se registado um decréscimo pronunciado das taxas de juro nominais de novos empréstimos tanto para as famílias como para as empresas não financeiras (Gráfico 3.7). Adicionalmente, os diferenciais das taxas de juro entre países em ajustamento e países com elevada notação de crédito estreitou-se marcadamente, indicando uma melhoria no mecanismo de transmissão da

política monetária. Contudo, o custo do crédito em alguns países da área do euro continua significativamente superior ao de outros.

O crédito bancário ao sector privado na área do euro também continuou a recuperar, com o crédito às empresas não financeiras a alcançar, pela primeira vez desde 2012, um ligeiro crescimento positivo no segundo trimestre do ano. Estas dinâmicas refletem uma aceleração

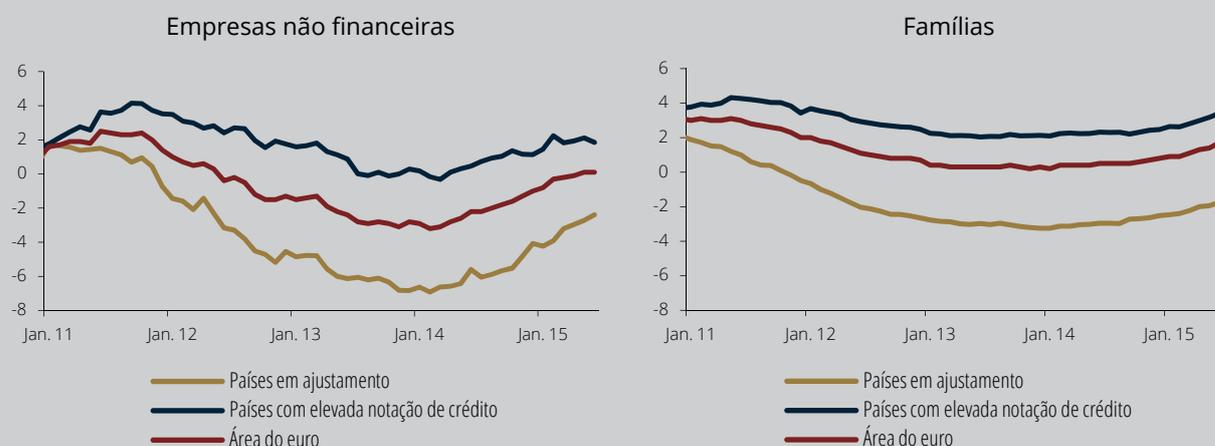
**Gráfico 3.7 • Taxas de juro de novos empréstimos na área do euro | Em percentagem**



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Países com elevada notação de crédito compreendem a Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e Países Baixos. Países em ajustamento incluem Chipre, Espanha, Itália, Irlanda, Grécia e Portugal.

**Gráfico 3.8 • Área do euro – Empréstimos ajustados de vendas e securitizações, taxa de variação anual | Em percentagem**



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

do crédito bancário às empresas não financeiras e às famílias em países com elevada notaçãõ de crédito, e uma diminuiçãõ do ritmo de contraçãõ do crédito nos países em ajustamento (Gráfico 3.8).

De uma forma geral, observou-se uma melhoria das condições de crédito bancárias, como mostram os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito de julho de 2015*. Durante o segundo trimestre, as condições da oferta de crédito, tanto para as empresas não financeiras como para as famílias, foram reforçadas (Gráfico 3.9). De acordo com os respondentes ao inquérito, as condições de crédito mais favoráveis são um reflexo da maior concorrência entre bancos, assim como da reduçãõ nos custos de financiamento e nas restrições de balanço. A procura de crédito por parte de ambos os sectores institucionais tem vindo a crescer, principalmente devido às baixas taxas de juro.

Embora ainda existam diferenças significativas nos mercados de crédito entre os países da área do euro, as dinâmicas positivas têm-se tornado

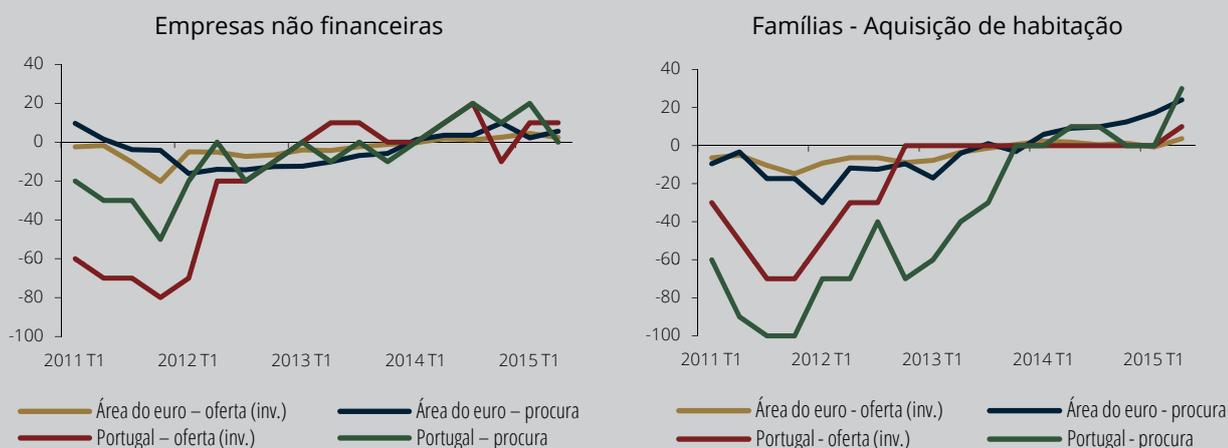
recentemente mais abrangentes. Como indicado no último inquérito sobre o crédito, as condições de crédito, tanto no lado da oferta como da procura, melhoraram em muitos países, nomeadamente em Portugal.

### 3.2. Portugal

#### As condições monetárias e financeiras continuaram a melhorar no primeiro semestre de 2015

A tendência de melhoria das condições monetárias e financeiras manteve-se no primeiro semestre de 2015, em termos quer de preço quer de quantidades. Para esta evoluçãõ terão contribuído a recuperaçãõ moderada da atividade económica, o aumento da confiança dos agentes e a melhoria, em termos gerais, da situaçãõ financeira dos bancos nacionais, num contexto de política monetária acomodatória na área do euro. Como referido na secçãõ anterior, para além de manter as taxas de

Gráfico 3.9 • Resultados do *Inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito* | Índice de difusão



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

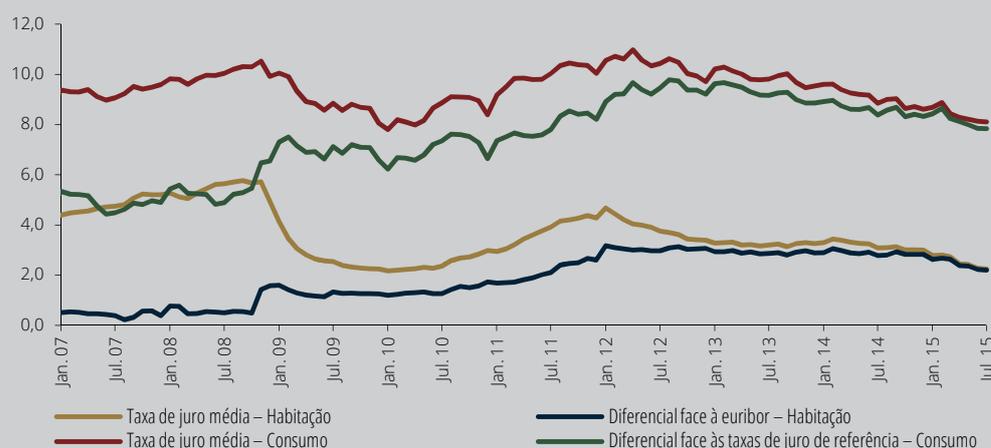
referência em níveis mínimos, o BCE tem implementado diversas medidas não convencionais de política monetária nos últimos anos, como as recentes operações de prazo alargado direcionadas, baseadas nos montantes de crédito concedido à economia, ou o alargamento do conjunto de ativos abrangidos pelo programa de compra de ativos do BCE (*Expanded asset purchase programme*).

Os bancos portugueses, dentro dos limites predefinidos, têm recorrido a estas operações. De acordo com os resultados do *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, a participação dos bancos terá sido motivada sobretudo pelas condições atrativas das referidas operações, bem como pelos requisitos regulamentares de liquidez. Os resultados sugerem também que os fundos obtidos terão sido aplicados na substituição de outras fontes de financiamento, evidenciando-se outras operações junto do Eurosistema, bem como na concessão de novos empréstimos. Adicionalmente, ainda de acordo com o inquérito, estas operações terão contribuído para uma ligeira

melhoria das condições contratuais aplicadas nos novos empréstimos.

### As taxas de juro mantiveram a tendência descendente no segmento dos particulares

As taxas de juro aplicadas nos novos empréstimos a particulares mantiveram a tendência decrescente iniciada em 2012, sendo a redução mais significativa no segmento dos empréstimos para aquisição de habitação (Gráfico 3.10). Deste modo, no final do primeiro semestre, as taxas de juro de novos empréstimos para aquisição de habitação e para consumo encontravam-se próximas dos níveis observados no início de 2010. No entanto, os *spreads* face às taxas de referência praticados em ambos os segmentos, pese embora tenham diminuído ao longo do período em análise, encontram-se em níveis superiores aos registados antes do início da crise financeira internacional.



**Gráfico 3.10 •**  
Taxas de juro de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares  
| Em percentagem e pontos percentuais

Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Notas: Última observação: julho 2015. As taxas de juro médias são calculadas com base nos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo. No segmento dos empréstimos para consumo, consideram-se como taxas de juro de referência para os períodos de fixação das taxas menor que um ano, 1 a 5 anos e maior que 5 anos, respetivamente, a Euribor a 6 meses, a Euribor a 1 ano e a taxa de juro dos *swaps* a 5 anos. No segmento dos empréstimos para habitação considera-se a taxa de juro Euribor a 6 meses.

O diferencial entre as taxas de juro nos novos empréstimos para aquisição de habitação em Portugal e na área do euro diminuiu para perto de zero na primeira metade de 2015. Por seu turno, o diferencial entre Portugal e a área do euro nas taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos para consumo manteve a tendência descendente, sendo a taxa de juro praticada em Portugal superior em cerca de 200 pontos base em junho.

### Novos empréstimos bancários a particulares apresentaram alguma recuperação, sobretudo no segmento para consumo

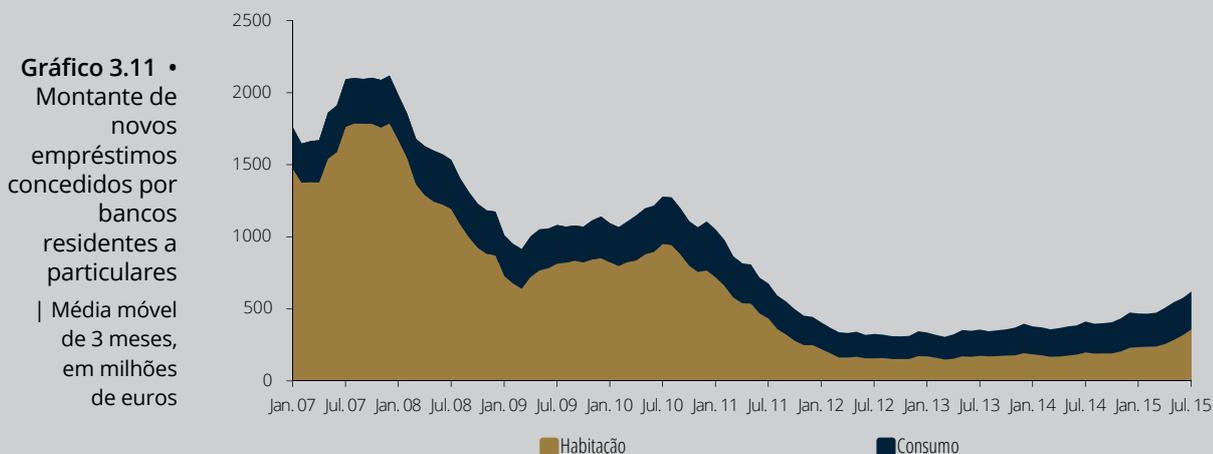
No primeiro semestre de 2015 manteve-se a recuperação dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares (Gráfico 3.11). Esta recuperação observou-se em ambos os segmentos de empréstimos, nomeadamente para aquisição de habitação e para consumo.

A taxa de variação anual dos *stocks* de empréstimos concedidos por bancos residentes a

particulares para aquisição de habitação manteve-se relativamente estável ao longo do primeiro semestre de 2015 face a dezembro de 2014, permanecendo em valores próximos de -4 por cento (Gráfico 3.12). Não obstante o registo de taxas negativas, o fluxo de novos empréstimos para habitação nos primeiros seis meses do ano foi superior ao verificado no período homólogo, embora em níveis bastante inferiores aos registados antes de 2012.

Por sua vez, a taxa de variação anual dos montantes de empréstimos a particulares para consumo concedidos por bancos residentes passou de -2,3 por cento no final de 2014 para valores próximos de zero em meados de 2015. Esta evolução reflete o aumento de novos empréstimos no período em análise, embora os fluxos de novos empréstimos ao consumo ainda se encontrem em níveis inferiores aos registados antes da crise financeira internacional.

Os dados detalhados para o montante total de novos contratos de crédito para consumo concedido por instituições financeiras (bancos e não bancos) confirmam a tendência ascendente neste segmento evidenciada pelos empréstimos bancários (Gráfico 3.13)<sup>3</sup>. Em termos de



finalidade, o crédito para aquisição de automóvel, tanto de veículos novos como usados, foi a componente de crédito ao consumo mais dinâmica, apresentando taxas de variação mais elevadas nos últimos meses. O crédito pessoal evidenciou também uma recuperação.

De acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, a evolução dos termos e condições dos empréstimos a particulares beneficiou, em grande medida, da posição financeira

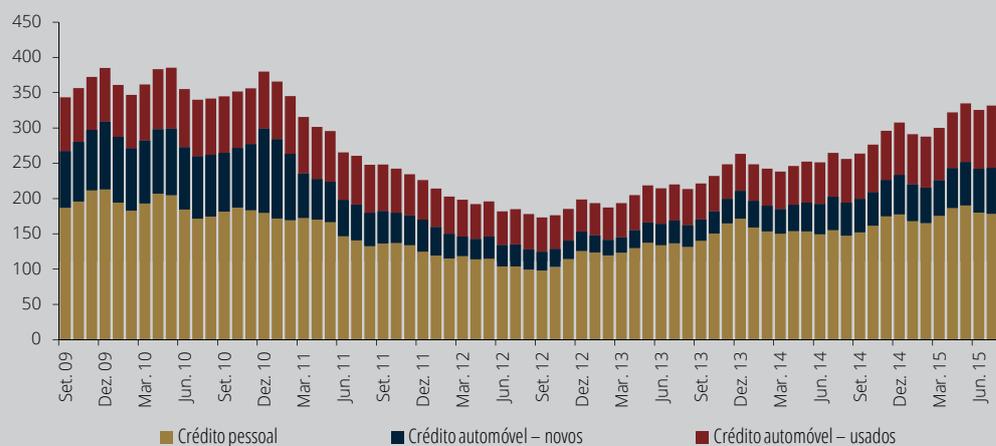
mais favorável dos bancos, bem como de melhores perspetivas para a atividade económica. Os resultados do inquérito sugerem também um aumento da procura nos últimos meses, a qual terá subjacente um aumento da confiança dos consumidores, condições de financiamento globalmente mais favoráveis, perspetivas mais favoráveis para o mercado imobiliário, e a evolução das despesas relacionadas com bens duradouros.



**Gráfico 3.12 •**  
Empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares  
| Taxa de variação anual, em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: julho 2015.



**Gráfico 3.13 •**  
Montante dos novos contratos de crédito aos consumidores por categoria do crédito  
| Média móvel 3 meses, em milhões de euros

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Última observação: julho 2015. Montante dos novos contratos de crédito aos consumidores concedidos por instituições financeiras, excluindo os montantes relativos a cartões de crédito, conta corrente e facilidade de descoberto.

Refira-se ainda que a relativa recuperação registada no crédito a particulares no período mais recente deverá estar também relacionada com o adiamento de algumas decisões de consumo e investimento por parte dos particulares durante os últimos anos, decorrente do enquadramento económico adverso e da elevada incerteza que caracterizaram esse período.

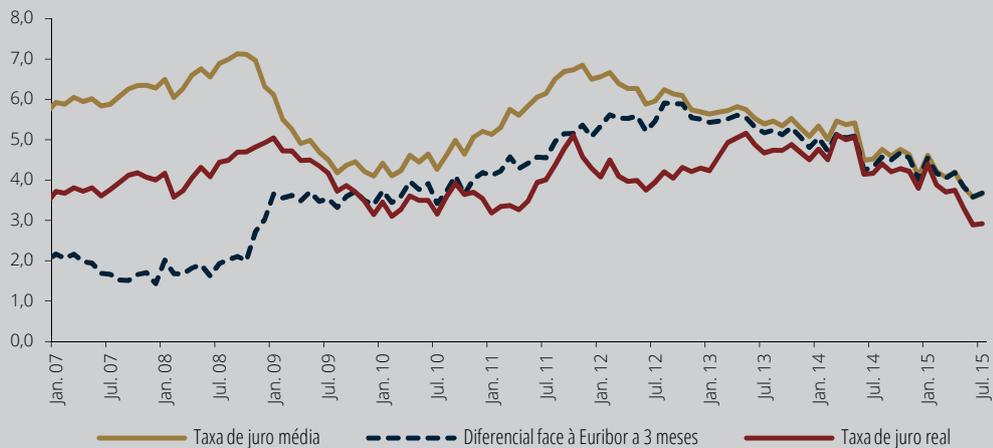
### Diminuição das taxas de juros de novos empréstimos bancários a empresas no primeiro semestre de 2015

Relativamente às empresas não financeiras, as taxas de juro aplicadas nos novos empréstimos concedidos por bancos residentes mantiveram a tendência decrescente no primeiro semestre de 2015, atingindo valores historicamente reduzidos, em termos nominais (Gráfico 3.14). Os *spreads* face à taxa Euribor registaram igualmente uma diminuição, embora ainda se situem em níveis superiores aos observados antes da crise financeira internacional.

A tendência descendente do diferencial entre as taxas de juro a sociedades não financeiras praticadas em Portugal e as análogas para a área do euro manteve-se no primeiro semestre de 2015 (Gráfico 3.15). Tal como observado no segmento dos particulares, esta evolução sugere uma melhoria no mecanismo de transmissão da política monetária, refletindo uma diminuição da fragmentação dos mercados financeiros na área do euro registada nos últimos anos.

A diminuição das taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos terá sido transversal ao setor empresarial, como sugere a deslocação para a esquerda das distribuições das taxas de juro (obtidas com base em dados microeconómicos ao nível da empresa), quer para empresas com risco de crédito reduzido quer de risco de crédito elevado (Gráficos 3.16 e 3.17). Refira-se ainda que as empresas com menor risco têm associadas taxas de juro inferiores às aplicadas a empresas de maior risco, tendo as respetivas distribuições apresentado deslocações mais significativas.

**Gráfico 3.14 •**  
Taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas não financeiras  
| Em percentagem e em pontos percentuais

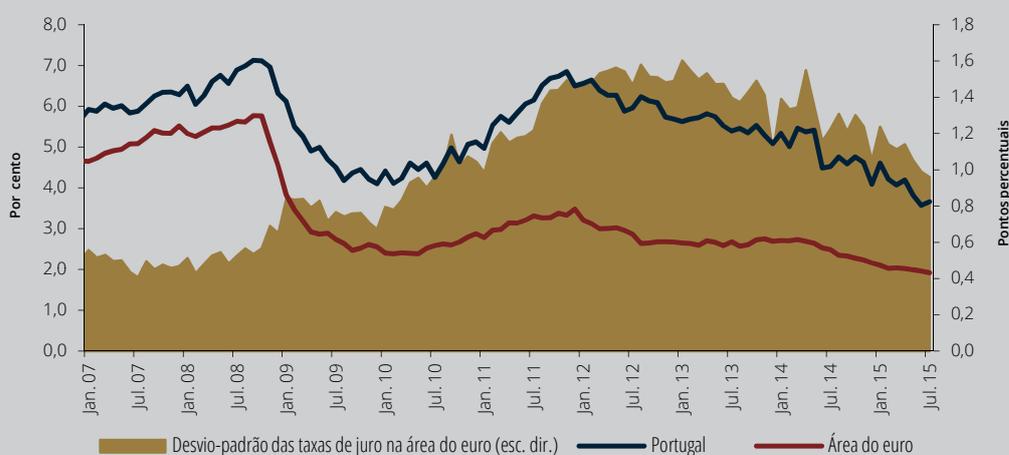


Fontes: *Consensus Economics*, *Thomson Reuters* e Banco de Portugal.

Notas: Última observação: julho 2015. A taxa de juro média é calculada com base nos novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelo montante das operações em cada prazo. A taxa de juro real corresponde à diferença entre a taxa de juro média e as expectativas de inflação para Portugal para um horizonte de 12 meses.

A taxa de variação do crédito concedido a empresas registou uma ligeira recuperação no primeiro semestre de 2015, embora de forma diferenciada entre setores de atividade, perfil de risco e dimensão das empresas

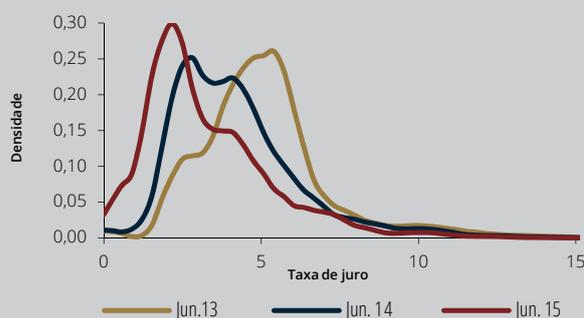
A taxa de variação anual dos empréstimos de bancos residentes a empresas continuou a apresentar valores negativos, embora progressivamente menos negativos ao longo do semestre (Gráfico 3.18). Esta evolução continuou a ser determinada, em grande parte, pela evolução dos empréstimos aos setores da construção e das atividades imobiliárias, que representam perto de 40 por cento, em termos médios, dos



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Nota: Última observação: julho 2015.

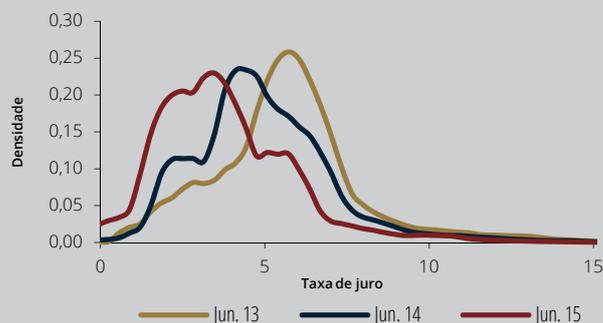
**Gráfico 3.16 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos a empresas privadas com risco de crédito reduzido**



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Taxas de juro ponderadas pelos montantes de crédito. A amostra incluiu empresas privadas com fins lucrativos. As empresas de risco reduzido (elevado) correspondem a empresas que se situam nos dois primeiros (últimos) decis da distribuição de risco. O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia de Martinho e Antunes (2012) (*Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal – novembro 2012*).

**Gráfico 3.17 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos a empresas privadas com risco de crédito elevado**



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Taxas de juro ponderadas pelos montantes de crédito. A amostra incluiu empresas privadas com fins lucrativos. As empresas de risco reduzido (elevado) correspondem a empresas que se situam nos dois primeiros (últimos) decis da distribuição de risco. O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia de Martinho e Antunes (2012) (*Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal – novembro 2012*).

stocks de empréstimos bancários a empresas, e que continuam a registar taxas de variação negativas. Em sentido oposto, evidenciaram-se os setores da indústria transformadora e do comércio e reparação de veículos (que conjuntamente representam cerca de 25 por cento da carteira, em termos médios), que apresentam taxas de variação positivas desde os últimos meses de 2014.

À semelhança do observado para as taxas de juro, relativamente aos montantes dos empréstimos concedidos existe evidência de diferenciação por parte das instituições financeiras residentes de acordo com o perfil de risco das empresas (Gráfico 3.19). Com efeito, enquanto as empresas com maior risco continuaram a apresentar taxas de variação negativas dos empréstimos, as empresas com menor risco registaram taxas

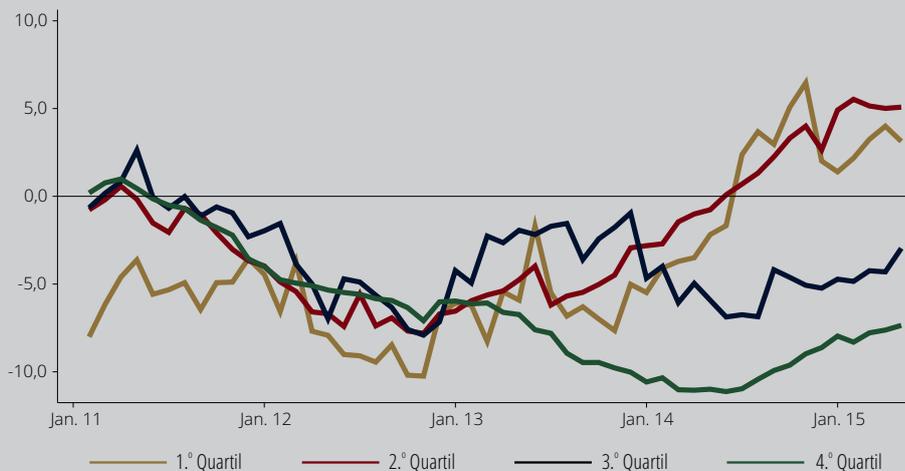
**Gráfico 3.18 •**  
Empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas por setor de atividade  
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: julho 2015.

**Gráfico 3.19 •**  
Crédito concedido por instituições financeiras residentes a empresas privadas por quartil de risco de crédito  
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O risco de crédito é medido com base no Z-score estimado de acordo com a metodologia de Martinho e Antunes (2012) (*Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal – novembro 2012*).

de variação positivas nos últimos meses. Por dimensão das empresas continuou a observar-se alguma heterogeneidade na evolução do crédito, com as empresas de menor dimensão a apresentarem taxas de variação anuais negativas e inferiores às do total do setor.

De acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, as necessidades de financiamento de existências e fundo de maneo continuaram a ser o principal fator subjacente ao aumento da procura de empréstimos bancários por parte das empresas. A procura terá sido também condicionada positivamente por necessidades de financiamento relacionadas com investimento, e pelo atual nível das taxas de juro.

Para além dos empréstimos concedidos por bancos residentes, outras fontes de financiamento (residentes e não residentes) podem assumir também um papel relevante, nomeadamente o crédito concedido por outras instituições financeiras, emissões de títulos de dívida, ou crédito comercial. Assim, considerando o crédito total concedido às empresas, verificou-se também alguma recuperação da taxa de variação anual ao longo do primeiro semestre de 2015, registando

valores em torno de zero no final do período em análise (Gráfico 3.20).

### O endividamento do setor privado manteve a tendência descendente nos primeiros meses de 2015

A redução do *stock* de crédito de particulares e empresas contribuiu para que o processo de desalavancagem do setor privado não financeiro prosseguisse em 2015 (Gráfico 3.21). Assim, com base nas contas nacionais financeiras, no final do primeiro trimestre, o total dos empréstimos a particulares representava cerca de 80 por cento do PIB, 4 p.p. abaixo do nível registado no período homólogo e 12 p.p. inferior ao nível máximo, registado no final de 2009. No segmento das empresas, o total dos empréstimos e títulos de dívida situava-se em torno de 107 por cento do PIB em termos consolidados, e 124 por cento em termos não consolidados<sup>4</sup>. Comparando com o primeiro trimestre de 2014, estes níveis representam uma diminuição de 7 e 6 p.p., respetivamente. Face ao valor máximo



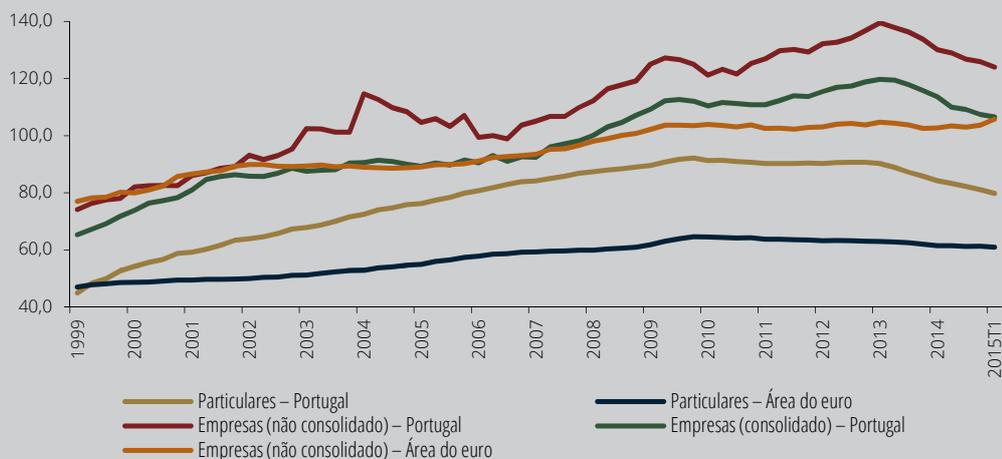
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Última observação: julho 2015. Dados ajustados de operações de titularização, reclassificações, abatimentos e reavaliações cambiais e de preço. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados dos efeitos de vendas de carteiras de crédito.

registado neste segmento, no início de 2013, os níveis mais recentes traduzem uma redução de 13 p.p. em termos consolidados e de 15 p.p. em termos não consolidados. Apesar da trajetória descendente, os rácios de endividamento em Portugal continuam elevados e superiores aos

níveis médios da área do euro. Assim, mantém-se a necessidade de redução dos rácios de endividamento de empresas e particulares, de modo a que este facto não constitua uma restrição ativa nas decisões de consumo e investimento dos agentes económicos.

**Gráfico 3.21 •**  
Dívida financeira  
dos particulares  
e das empresas  
| Em percentagem  
do PIB



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Notas: Última observação: primeiro trimestre de 2015. Os rácios de endividamento foram calculados com base nos empréstimos obtidos, no segmento dos particulares, e com base no total dos empréstimos obtidos e de títulos emitidos, no segmento das sociedades não financeiras.

## 4. Política e situação orçamental

No primeiro semestre de 2015, o défice orçamental apresentou uma melhoria face ao observado em 2014

Segundo as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo INE o défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional situou-se em 4,7 por cento do PIB no primeiro semestre de 2015, o que compara com 6,2 por cento no período homólogo (Quadro 4.1). Note-se, contudo, que esta evolução se encontra afetada pelo registo, em 2014, do *stock* de dívida da STCP e da Carris e de perdas do BPN Crédito

(1,5 por cento do PIB semestral) e, em 2015, pelo registo como despesa de uma injeção de capital no Banco Efisa e da conversão em aumento de capital de suprimentos concedidos pela empresa Wolfpart à Caixa Imobiliário (0,2 por cento do PIB semestral). A correção destes efeitos resultaria numa ligeira melhoria do saldo orçamental face ao primeiro semestre de 2014: de -4,7 para -4,4 por cento do PIB<sup>5</sup>. Assim, os desenvolvimentos orçamentais no segundo semestre revestem-se de especial relevância para o encerramento do procedimento por défice excessivo a que Portugal se encontra sujeito.

**Quadro 4.1** • Contas das administrações públicas: execução no primeiro semestre  
| Em milhões de euros

	Primeiro semestre 2014	Primeiro semestre 2015	t.v.h. (%)	Por memória: 2014, ano completo	
				Execução	Execução, t.v.h. (%)
<b>Receitas totais</b>	35 931	36 972	2,9	77 231	0,6
Receita corrente	35 322	36 304	2,8	75 786	1,3
Receita fiscal e contributiva	29 520	30 829	4,4	63 937	1,2
Impostos sobre o rendimento e património	8238	8169	-0,8	18 974	-2,3
Impostos sobre a produção e a importação	11 460	12 355	7,8	24 593	5,5
Contribuições sociais	9822	10 305	4,9	20 371	-0,4
Outras receitas correntes	5802	5475	-5,6	11 849	1,6
Receitas de capital	609	668	9,7	1445	-25,8
<b>Despesas totais</b>	41 217	41 065	-0,4	89 677	5,5
Despesa corrente	38 335	38 889	1,4	79 288	-0,4
Prestações sociais	16 179	16 244	0,4	34 106	-2,0
Despesas com pessoal	10 377	10 580	2,0	20 495	-3,9
Consumo intermédio	4587	4833	5,3	10 079	4,9
Subsídios	513	487	-5,1	1210	17,3
Juros	4118	4068	-1,2	8502	3,0
Outra despesa corrente	2561	2676	4,5	4895	5,6
Despesas de capital	2883	2176	-24,5	10 389	92,6
Formação bruta de capital fixo	1344	1619	20,4	3525	-4,8
Outras despesas de capital	1538	557	-63,8	6864	305,5
<b>Saldo total</b>	-5287	-4093		-12 446	
<i>Por memória:</i>					
<i>Despesa corrente primária</i>	34 217	34 820	1,8	70 785	-0,8
<i>Saldo orçamental (% do PIB)</i>	-6,2	-4,7		-7,2	
<i>Saldo orçamental corrigido de efeitos pontuais (% do PIB) <sup>(a)</sup></i>	-4,7	-4,4		-3,6	

Fonte: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (a) O saldo orçamental encontra-se corrigido dos seguintes fatores pontuais: registo do *stock* de dívida das empresas STCP e Carris, registo de perdas do BPN Crédito (1,5 por cento do PIB no primeiro semestre de 2014), aumento de capital no banco Efisa e no Novo Banco (5,6 por cento do PIB no segundo semestre de 2014), aumento de capital no banco Efisa e conversão em aumento de capital de suprimentos atribuídos pela Wolfpart à Caixa Imobiliário (0,2 por cento do PIB no primeiro semestre de 2015). Estas operações afetam a evolução da rubrica "Outras despesas de capital", a qual teria registado no primeiro semestre de 2015 um crescimento homólogo de 39,0 por cento.

## A execução orçamental no primeiro semestre beneficiou do crescimento da receita fiscal e contributiva, num contexto de aumento da despesa corrente

A execução orçamental no primeiro semestre de 2015 foi marcada por um crescimento homólogo da receita total de 2,9 por cento, essencialmente decorrente do aumento da receita fiscal e contributiva (Quadro 4.1). A receita dos impostos sobre a produção e a importação aumentou neste período 7,8 por cento, refletindo em larga medida o crescimento da receita líquida do IVA associado a uma evolução favorável do consumo privado e a uma significativa queda dos reembolsos em sede deste imposto. A previsão para o comportamento dos reembolsos na segunda metade do ano reveste-se, contudo, de alguma incerteza. A receita de contribuições sociais apresentou um forte aumento no primeiro semestre, tendo subido 4,9 por cento, num contexto de recuperação no mercado de trabalho. Por seu turno, a coleta de impostos sobre o rendimento e o património registou neste período uma redução homóloga de 0,8 por cento, em resultado de quedas na cobrança dos impostos tanto sobre o rendimento das famílias como das empresas, ficando aquém das taxas de variação subjacentes ao orçamento para o conjunto do ano.

No que se refere à despesa total, verificou-se no primeiro semestre uma queda em 0,4 por cento em termos homólogos que decorre essencialmente dos impactos pontuais na despesa de capital atrás referidos. Corrigindo estes efeitos pontuais, ter-se-ia observado neste período um crescimento homólogo da despesa de 2,3 por cento. A despesa corrente primária cresceu 1,8 por cento na primeira metade de 2015, em resultado do aumento verificado nas despesas com consumos intermédios, com pessoal e, numa menor medida, com prestações sociais.

Destaque-se que o crescimento do consumo intermédio (em 5,3 por cento) reflete parcialmente um acréscimo de despesa com a aquisição de produtos farmacêuticos que não deverá

ter paralelo na segunda metade do ano. Por seu turno, a subida das despesas com pessoal, em 2,0 por cento, esteve muito associada ao aumento da despesa com o pagamento de salários. Esta evolução ocorreu não obstante a diminuição do número de funcionários públicos verificada no primeiro semestre que, de acordo com a informação publicada pela Direção-Geral da Administração e do Emprego Público, se cifrou em 1,6 por cento, em termos médios.

Quanto à despesa com prestações sociais, registou-se uma relativa estabilização face ao primeiro semestre de 2014 (0,4 por cento), refletindo, por um lado, um aumento das prestações sociais em dinheiro e, por outro, uma queda acentuada das prestações sociais em espécie. No caso das prestações sociais em dinheiro, o aumento registado decorre do efeito da eliminação da Contribuição Extraordinária de Solidariedade em 2015 e da dinâmica de crescimento da despesa em pensões, que mais do que compensam a queda registada pela despesa com o pagamento da generalidade das restantes prestações sociais, sobretudo dos subsídios de desemprego<sup>6</sup>. Relativamente à despesa com prestações sociais em espécie, a redução observada é parcialmente explicada pela poupança em despesas no setor da saúde que decorre de um acordo firmado com um conjunto de empresas farmacêuticas.

## O rácio da dívida diminuiu no primeiro semestre face ao registado no final de 2014

No final do primeiro semestre de 2015, a dívida pública em rácio do PIB diminuiu para 128,7 por cento, depois de atingir 130,2 por cento no final de 2014. Neste semestre, o saldo primário situou-se próximo do equilíbrio e o efeito do crescimento do PIB nominal foi compensado pelo efeito da despesa com juros<sup>7</sup>, pelo que a diminuição do rácio da dívida esteve associada a uma desacumulação de depósitos da administração central. Note-se que o Banco de Portugal reviu recentemente em alta o valor nominal da dívida pública no período de 2011 a 2014 na

sequência de alterações metodológicas no apuramento deste indicador, sendo que no último ano o seu peso no PIB permaneceu inalterado devido a uma revisão do PIB nominal no mesmo sentido (Caixa 2 "Revisões no défice e na dívida das administrações públicas: 2011-2014"). A compilação da dívida registada até ao final do primeiro semestre de 2015 reflete igualmente a implementação destas alterações.

· A notificação de setembro  
do Procedimento dos Défices  
Excessivos confirmou os  
objetivos de correção da  
situação de défice excessivo  
e de inversão da trajetória de  
aumento do rácio da dívida

Na notificação de setembro do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE), o Ministério das Finanças manteve inalterada em 2,7 por cento do PIB a estimativa para o défice das administrações públicas em 2015. O valor reportado é compatível com a correção da situação de défice excessivo em 2015<sup>8</sup>, coincidindo com o objetivo fixado no Orçamento de Estado para 2015 e reafirmado em abril na atualização do Programa de Estabilidade (PE). Também no âmbito da última notificação do PDE, o INE reviu o valor do défice das administrações públicas de 2014 para 7,2 por cento do PIB (4,5 por cento na anterior notificação). Esta revisão decorre essencialmente do registo como despesa das administrações públicas da injeção de capital no Novo Banco, num montante equivalente a 2,8 por cento do PIB (Caixa "Revisões no défice e na dívida das administrações públicas: 2011-2014").

No que se refere à dívida pública, a estimativa para 2015 divulgada no contexto do PDE aponta para uma redução do seu peso no PIB para 125,2 por cento no final do ano depois de atingir 130,2 por cento do PIB em 2014. Esta evolução é essencialmente explicada por ajustamentos défice-dívida que reduzem a dívida numa magnitude muito significativa. A estimativa agora apresentada é compatível com a

previsão apresentada na atualização do PE, de acordo com a qual o ano de 2015 marcaria a inversão da tendência de aumento do rácio da dívida.

· Embora o encerramento  
do Procedimento dos Défices  
Excessivos pareça exequível,  
permanecem riscos não  
negligenciáveis na execução  
orçamental

Com base na informação disponível, o encerramento do procedimento por défice excessivo em 2015 parece exequível desde que se mantenham as tendências de evolução subjacentes à execução do primeiro semestre e, em particular, as medidas de política orçamental atualmente em vigor<sup>9</sup>. Ainda assim, pese embora os desenvolvimentos orçamentais sejam afetados por fatores de natureza sazonal que tipicamente beneficiam a execução do segundo semestre, a evolução observada até junho evidencia riscos. Para além da incerteza que habitualmente caracteriza a orçamentação do lado da despesa, permanecem igualmente riscos relativamente ao comportamento da receita fiscal líquida no conjunto do ano, sobretudo no que respeita aos impostos sobre o rendimento e património e o IVA.

Note-se que as estimativas do Banco de Portugal apontam para que uma parte significativa da redução do défice orçamental prevista para 2015 decorra de uma recuperação da atividade económica, em particular no que se refere ao consumo privado e à evolução da massa salarial. Assim, num contexto em que a estimativa oficial para o défice tem subjacente uma estabilização do peso da despesa em juros no PIB (em 5,0 por cento) e assume um impacto de medidas temporárias de 0,1 por cento do PIB<sup>10</sup>, poderá registar-se em 2015 uma redução do excedente primário estrutural, como calculado através da utilização da metodologia do Eurosistema. (Tema em Destaque "As regras orçamentais europeias e o cálculo dos saldos estruturais").

## Caixa 2 | Revisões no défice e na dívida das administrações públicas: 2011-2014

No âmbito da notificação de setembro do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE), foram revistos em alta os valores do défice e da dívida bruta das administrações públicas no período de 2011 a 2014 (Quadro 1). A presente Caixa pretende assinalar as principais revisões subjacentes a esta notificação.

**Quadro 1 • Procedimento dos défices excessivos: revisões no saldo orçamental e na dívida pública | Em milhões de euros**

	Notificação de março do PDE				Notificação de setembro do PDE				Revisões: setembro vs. março			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Saldo orçamental	-12 968	-9450	-8 181	-7822	-13 006	-9529	-8245	-12 446	-39	-79	-64	-4624
Dívida pública bruta	195 690	211 784	219 645	225 280	196 231	212 535	219 649	225 767	542	751	4	486
<i>Por memória:</i>												
PIB a preços de mercado	176 167	168 398	169 395	173 053	176 167	168 398	170 269	173 446	0	0	874	393

Fontes: INE e Banco de Portugal.

No que respeita ao défice, as revisões levadas a cabo são explicadas pelo impacto em cada um dos anos da reclassificação da SPGM – Sociedade de Investimento, S. A. e do Fundo de Contragarantia Mútuo no setor institucional das administrações públicas e, em 2013 e 2014, refletem adicionalmente a incorporação de informação adicional da Administração Local, do Serviço Nacional de Saúde e da Informação Empresarial Simplificada. Contudo, a revisão no défice de 2014, de 4,5 para 7,2 por cento do PIB, decorre no essencial do registo da subscrição do capital do Novo Banco pelo Fundo de Resolução como despesa de capital das administrações públicas, num montante que aumenta o défice em 2,8 p.p. do PIB.

O registo do impacto da recapitalização do Novo Banco pelo Fundo de Resolução foi determinado pelas orientações do Eurostat expressas no Manual do Déficit e da Dívida das Administrações Públicas (MDDAP). Dado que o Fundo de Resolução se insere no setor institucional das administrações públicas e que o processo de venda do Novo Banco não foi concluído no prazo de um ano após a resolução, o registo contabilístico da operação obedece ao Capítulo III.3 do MDDAP. Este Capítulo estabelece que devem ser tratadas como operações não financeiras (*i.e.*, com impacto no saldo orçamental) as injeções de capital levadas a cabo por entidades públicas quando se verifique pelo menos uma das seguintes condições:

- Não se prevê o recebimento de uma contrapartida equivalente pela transação (o que depende da comparação entre o capital investido e o valor dos fundos próprios da empresa que o recebe);
- Se antevê uma insuficiente taxa de retorno do investimento, o que se traduziria na incapacidade para garantir uma margem de rentabilidade superior ou igual à taxa média de financiamento do Estado<sup>11</sup>; ou
- A empresa em causa tenha apresentado resultados negativos.

Tendo avaliado a situação económica e financeira do Novo Banco, as autoridades estatísticas consideraram que a injeção de capital pelo Fundo de Resolução se enquadra nas características

acima descritas<sup>12</sup>. Note-se que, mesmo que o processo de privatização tivesse ficado concluído no prazo de um ano, poderia ter havido lugar ao registo como despesa de capital da eventual diferença entre o montante da injeção de capital e a receita obtida com a venda da participação do Fundo de Resolução.

Na notificação de setembro do PDE foi igualmente revisto em alta pelo Banco de Portugal o valor nominal da dívida pública no período de 2011 a 2014. Esta revisão reflete sobretudo o registo das contrapartidas das contas margem recebidas pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública (IGCP) como um passivo das administrações públicas, cujo efeito é apenas parcialmente compensado pelos impactos da reclassificação de entidades no setor das administrações públicas e da atualização da informação de base utilizada na compilação da dívida. Note-se que as designadas “contas margem” dizem respeito aos montantes recebidos de contrapartes no âmbito de contratos de derivados de cobertura do risco associado a flutuações das taxas de juro e das taxas de câmbio. Estes montantes são registados pelo IGCP como depósitos das administrações públicas. Uma vez que são pagos juros às contrapartes depositárias, as contas margem são classificadas como reembolsáveis, pelo que os respetivos montantes devem igualmente ser registados nos passivos das administrações públicas como empréstimos, agravando a dívida pública<sup>13</sup>. Garante-se, assim, que o valor da dívida das administrações públicas reflete o valor facial dos instrumentos que a compõem, tal como estipulado no MDDAP. Esta alteração metodológica refletiu-se num aumento do rácio da dívida no PIB em 2011 e 2012, mas em 2013 e 2014 o impacto da incorporação das contas margem é compensado pelo efeito no denominador associado a revisões em alta do PIB destes anos.

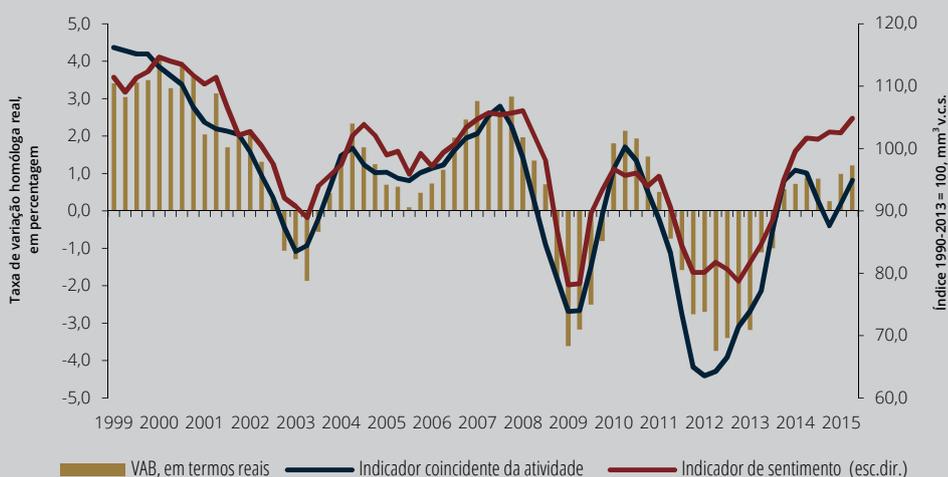
## 5. Oferta

### Recuperação moderada e estável da atividade no primeiro semestre de 2015

No primeiro semestre de 2015, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) a preços de base aumentou 1,1 por cento em termos homólogos, após um crescimento de 0,7 por cento registado no ano de 2014<sup>14</sup>. Este aumento consolidou a trajetória de recuperação moderada iniciada no

final de 2013 (Gráfico 5.1). Esta evolução é consistente com o aumento dos indicadores de confiança económica no primeiro semestre de 2015 – ainda que de forma menos acentuada face ao observado no ano anterior – que foi generalizado aos principais setores de atividade (Gráfico 5.2). Não obstante, o nível do VAB encontra-se ainda 5,0 por cento abaixo do valor registado no início de 2008. Quando se tem em conta a evolução do emprego ao longo

**Gráfico 5.1 •**  
VAB, indicador coincidente da atividade e indicador de sentimento económico



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 5.2 •**  
Indicadores de confiança – (2008 T1-2015 T2)  
| Saldo de respostas extremas (média trimestral) – cvs

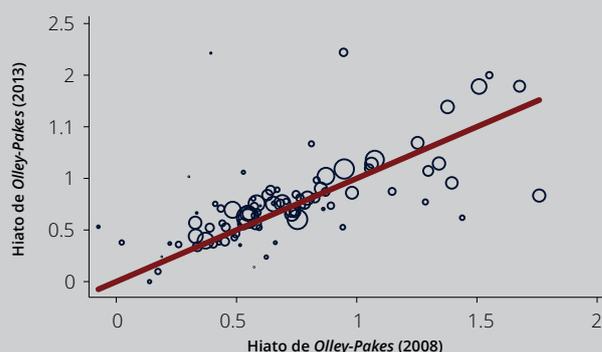


Fonte: Comissão Europeia.

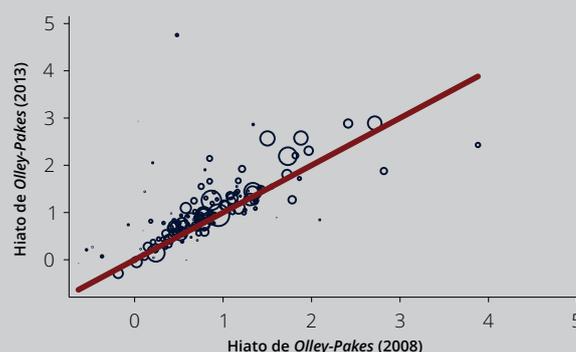
deste período, o VAB por trabalhador (equivalente a tempo completo) na economia portuguesa, no primeiro semestre de 2015, situa-se 7,5 por cento acima do nível observado no primeiro semestre de 2008. Ao longo deste período, registou-se uma melhoria na afetação dos recursos empregues na economia portuguesa, com as empresas de maior produtividade aparente do trabalho, medida pelo VAB por trabalhador, a registarem um aumento do peso das suas vendas, em comparação com o período anterior à crise financeira e internacional (Gráficos 5.3 e 5.4).

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do INE, o VAB do setor dos serviços aumentou 1,0 por cento, em termos homólogos no primeiro semestre de 2015, após uma subida de 0,7 por cento no ano de 2014. O crescimento neste setor manteve a trajetória de recuperação registada desde o início de 2014. Este aumento refletiu essencialmente o crescimento de 3,3 por cento da atividade nos subsetores de comércio e reparação de veículos e alojamento e restauração. Estes setores traduzem a conjugação de uma evolução favorável das exportações de turismo com um maior dinamismo da procura interna (Gráfico 5.5).

**Gráfico 5.3 • Hiato de Olley-Pakes: produtividade do trabalho – Indústria transformadora**

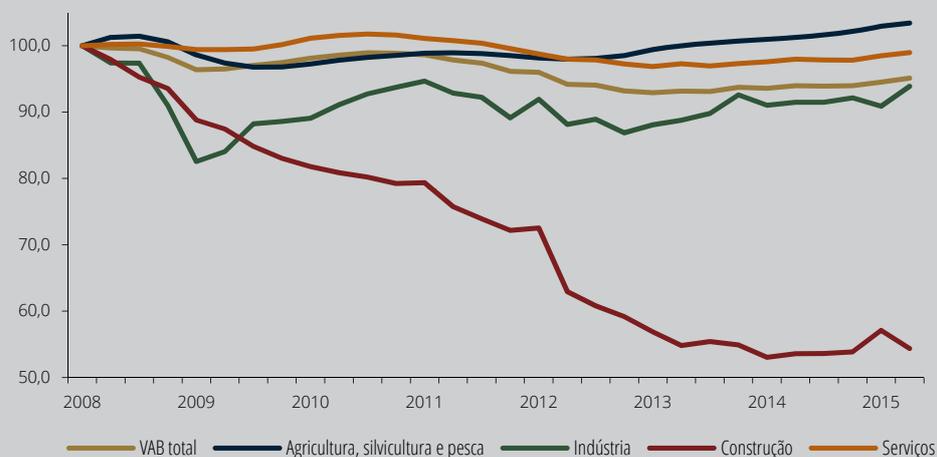


**Gráfico 5.4 • Hiato de Olley-Pakes: produtividade do trabalho – Outros setores**



Fontes: IES e Banco de Portugal

Nota: A produtividade média do trabalho num mercado pode ser decomposta pela soma da média não ponderada da produtividade do trabalho nas empresas que operam nesse mercado com a covariância entre a produtividade do trabalho e o peso das vendas no setor. Esta segunda componente é designada por hiato de *Olley-Pakes* e pode ser utilizada como indicador da eficiência na afetação dos recursos no mercado. Um aumento neste hiato traduz uma melhoria na afetação de recursos. Cada círculo corresponde a um setor de atividade definido na CAE Rev 3 a 3 dígitos. A dimensão do círculo corresponde ao peso do setor em termos do valor acrescentado bruto no ano de 2013.



**Gráfico 5.5 • Evolução real do VAB por principais setores de actividade (2008 T1-2015 T2) | Índice 2008 T1 =100**

Fonte: INE.

Na indústria registou-se um menor crescimento homólogo da atividade, de 1,9 por cento em 2014 para 1,2 por cento no primeiro semestre de 2015. Neste segmento, são de destacar as empresas com maior exposição à concorrência internacional, que registaram um aumento mais expressivo de atividade face às empresas mais orientadas para o mercado interno, tal como se tem verificado nos últimos anos.

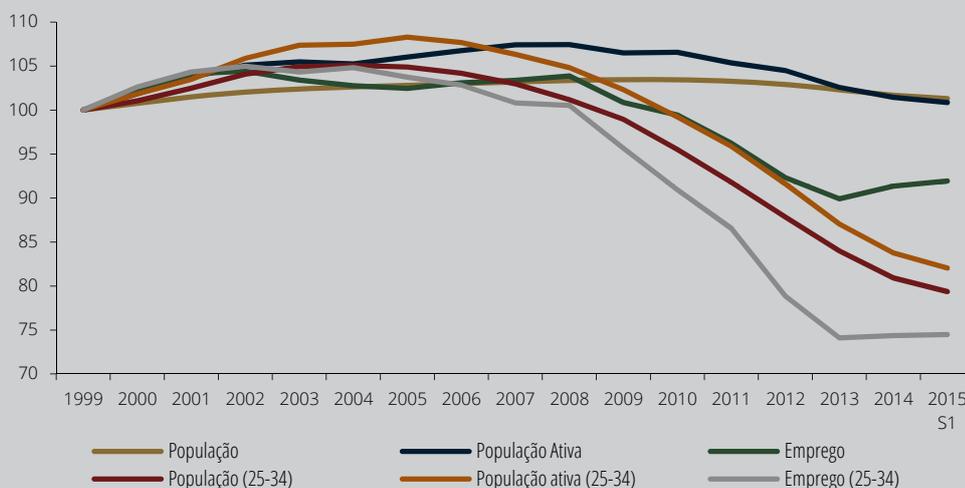
No primeiro semestre de 2015, a atividade no setor da construção aumentou 4,6 por cento, em termos homólogos, em contraste com a queda de 3,6 por cento verificada em 2014. Este aumento está em parte relacionado com um efeito de base decorrente de condições meteorológicas adversas registadas no período homólogo, contribuindo assim para a interrupção da tendência de redução da atividade no setor da construção registada nos últimos anos. Esta redução refletiu um ajustamento estrutural neste setor para um nível de atividade inferior, após o elevado investimento em construção efetuado na década de noventa. De notar que o VAB na construção representava no final de 2014 cerca de metade do valor registado em 2008.

## Tendência de diminuição da população e da população ativa

Na primeira metade 2015 continuou a observar-se uma redução da população residente e da população ativa, que registaram quedas de 0,5 e 0,6 por cento, respetivamente (Quadro 5.1). Esta evolução mantém a tendência de queda observada desde 2011 (Gráfico 5.6) (Tema em Destaque “Transição demográfica e crescimento na economia portuguesa”, deste Boletim). Ao longo deste período, a população residente e a população ativa diminuíram em cerca de 200 e 260 mil indivíduos, respetivamente. No primeiro semestre de 2015, no grupo etário com idades dos 25 aos 34 anos, a população residente diminuiu 2,9 por cento, enquanto a população ativa registou uma diminuição de 3,2 por cento. Entre o início de 2011 e o primeiro semestre de 2015, a população total e a população ativa neste grupo etário diminuíram cerca de 14 e 15 por cento, respetivamente.

Esta evolução demográfica reflete no essencial a dinâmica recente dos fluxos migratórios. De acordo com as estatísticas do INE, em 2014, a redução da população residente continuou

**Gráfico 5.6 •**  
População,  
população ativa,  
emprego  
| Total e Grupo  
Etário (25-34)  
Índice 1999=100



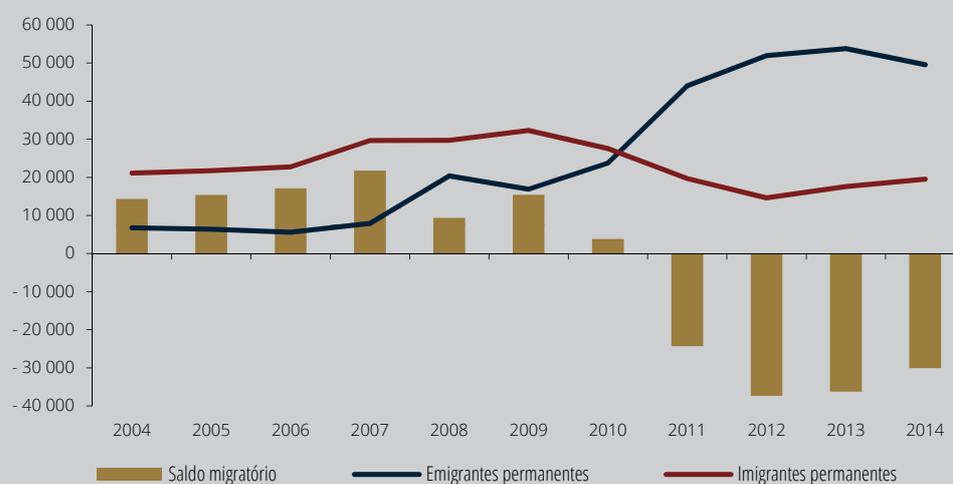
Fonte: Inquérito ao Emprego.

a traduzir principalmente um saldo migratório negativo na ordem dos 3,0 por 1000 habitantes (mais de 30 mil indivíduos) correspondendo contudo a uma desaceleração face a 2013 (mais de 36 mil indivíduos). Este saldo assume um valor negativo desde 2011 e está associado sobretudo a um aumento muito expressivo do número de emigrantes permanentes (cerca de 200 mil indivíduos no período entre 2011 e 2014) e em menor escala a uma redução do número de imigrantes permanentes (Gráfico 5.7)<sup>15</sup>.

### Melhoria das condições do mercado de trabalho num contexto de crescimento moderado tanto da atividade económica como dos salários no primeiro semestre de 2015

A evolução do mercado de trabalho no primeiro semestre de 2015 continuou a caracterizar-se por um aumento do emprego e uma descida marcada da taxa de desemprego, mantendo o perfil de melhoria verificado a partir do

segundo trimestre de 2013, ainda num quadro de marcada moderação salarial. De acordo com os dados disponibilizados pelo Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social (MSESS), na primeira metade de 2015, as remunerações médias declaradas à Segurança Social registaram um crescimento de 0,8 por cento face ao período homólogo (0,3 por cento em 2014). Este dinamismo moderado das remunerações estará associado a um número bastante reduzido de instrumentos de regulamentação coletiva negociados, em particular de âmbito setorial, não obstante um ligeiro aumento face ao valor mínimo registado em 2012. Este facto é tanto mais relevante sabendo-se que os salários de cerca de 90 por cento dos trabalhadores por conta de outrem são definidos no âmbito da contratação coletiva. Em sentido ascendente, a evolução dos salários no primeiro semestre de 2015 terá sido influenciada pelo aumento do salário mínimo nacional em 1 de outubro de 2014 de 485 para 505 euros.



**Gráfico 5.7 •**  
Saldo migratório,  
emigrantes  
e imigrantes  
permanentes

Fonte: INE.

**Quadro 5.1 • População, emprego e desemprego | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário**

	Milhares de indivíduos em 2014	Anos			Semestres		
		2012	2013	2014	S1 2014	S2 2014	S1 2015
População	10 387	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5
População 25-34 anos	1246	-4,3	-4,4	-3,6	-3,7	-3,5	-2,9
População ativa	5226	-0,8	-1,8	-1,1	-1,1	-1,2	-0,6
População ativa 25-34 anos	1119	-4,5	-5,0	-3,8	-3,5	-4,0	-3,2
Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)		73,4	73,0	73,2	73,1	73,3	73,3
Emprego total	4500	-4,1	-2,6	1,6	1,8	1,3	1,3
Emprego por conta de outrem	3611	-4,7	-2,4	4,4	3,8	5,1	3,6
Emprego por conta própria	865	-1,8	-3,3	-8,2	-4,6	-11,9	-7,7
Desemprego total	726	21,4	2,3	-15,1	-15,4	-14,8	-12,1
Taxa de desemprego (em % da população ativa)		15,5	16,2	13,9	14,5	13,3	12,8
Taxa de desemprego 25-34 anos (em % da população ativa)		18,1	19,0	15,5	16,6	14,4	13,6
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total)		54,2	62,1	65,5	65,4	65,7	64,3
Inativos desencorajados (em % da população ativa)		4,3	5,2	5,2	5,1	5,4	4,8

Fonte: INE.

Notas: O desemprego de longa duração inclui os indivíduos desempregados à procura de emprego há 12 ou mais meses. Os inativos desencorajados incluem os indivíduos inativos que estavam disponíveis para trabalhar, mas não tinham procurado um emprego ao longo do período.

### Redução marcada da taxa de desemprego, permanecendo ainda em níveis muito elevados

De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, o número total de desempregados no primeiro semestre de 2015 diminuiu 12,1 por cento, em

termos homólogos, após a queda de 15,1 por cento registada em 2014. A taxa de desemprego situou-se em 12,8 por cento no primeiro semestre de 2015, traduzindo uma diminuição acentuada face ao valor registado no período homólogo (14,5 por cento), e situando-se num nível próximo do observado em 2011.

**Gráfico 5.8 •**  
Número de desempregados com subsídio de desemprego e taxa de cobertura



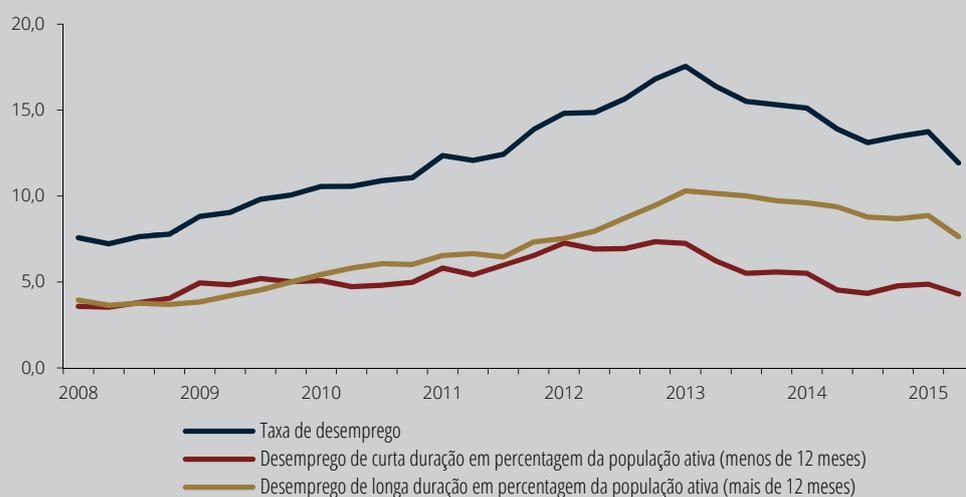
Fonte: Inquérito ao Emprego.

A redução do número total de desempregados surge particularmente marcada no grupo com idades compreendidas entre os 25 e os 34 anos (Quadro 5.1). De referir ainda que a proporção de indivíduos desempregados a receber subsídio de desemprego se situou no primeiro semestre de 2015 em 29,8 por cento, após 31,4 por cento em 2014 (Gráfico 5.8).

Adicionalmente, o número de indivíduos desencorajados, *i.e.*, indivíduos que não procuram ativamente emprego mas que estão disponíveis para trabalhar, representou no primeiro

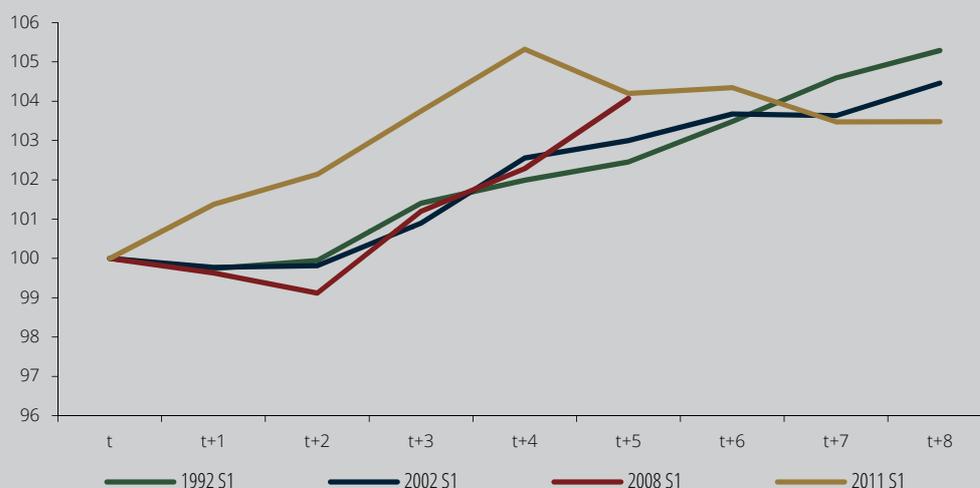
semestre de 2015 cerca de 4,8 por cento da população ativa, sendo ligeiramente abaixo do valor registado em 2013 e 2014 (5,2 por cento). Ainda assim, estes inativos abrangem um total de cerca de 250 mil indivíduos.

Um dos elementos mais gravosos da evolução do mercado de trabalho português nos últimos anos tem sido o nível muito elevado de desemprego de longa duração, que tende a provocar uma depreciação acentuada do capital humano, com efeitos adversos no crescimento potencial da economia. Neste âmbito, o número de



**Gráfico 5.9 •**  
Taxa de desemprego, por duração do desemprego

Fonte: Inquérito ao Emprego.



**Gráfico 5.10 •**  
Produtividade aparente do trabalho nas últimas quatro recessões  
| Valores semestrais; semestre t=100

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O momento  $t$  nos quatro gráficos corresponde ao semestre imediatamente anterior ao início da queda do PIB em cada uma das quatro recessões, que condizem com os primeiros semestres de 1992, 2002, 2008 e 2011. O período final da recessão 2008-2009 foi retirado pois o mesmo corresponde ao início da recessão seguinte.

indivíduos desempregados à procura de emprego há mais de 12 meses registou, na primeira metade de 2015, uma queda de 13,6 por cento (queda de 10,4 por cento em 2014). Ainda assim, o peso do desemprego de longa duração no desemprego total mantém-se num nível muito alto (64,3 por cento na primeira metade de 2015 a que corresponde um total próximo de 430 mil indivíduos). Este nível torna-se particularmente relevante uma vez que abrange especialmente os desempregados à procura de emprego há mais de 25 meses (cerca de 70 por cento do desemprego de longa duração). No mesmo sentido, na primeira metade de 2015, o número de indivíduos desempregados à procura de emprego há menos de 12 meses registou uma queda de 9,2 por cento (diminuição de 15,3 e 22,9 por cento em 2013 e 2014, respetivamente) (Gráfico 5.9).

... O emprego registou uma evolução positiva, mantendo-se em níveis historicamente baixos

De acordo com o Inquérito ao Emprego, o emprego total aumentou 1,3 por cento na primeira metade de em 2015, após um aumento de 1,6 por cento registado em 2014. Esta evolução reflete o crescimento do emprego por conta de outrem (3,6 por cento) dado que o emprego por conta própria registou uma queda pronunciada (7,7 por cento). Apesar da tendência crescente do emprego, os seus níveis mantêm-se historicamente baixos, na sequência da queda sem precedente observada entre 2008 e 2013 (que, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, correspondeu a cerca de 630 mil indivíduos).

Na análise da evolução do emprego subjacente ao Inquérito ao Emprego deve-se ter em conta que, a partir do terceiro trimestre de 2013, o INE iniciou um processo de atualização da base de amostragem que implica alguma incerteza durante o período de transição, sobretudo em relação à evolução da população empregada.

A utilização de fontes de informação alternativas, nomeadamente os dados disponibilizados pelo Ministério da Solidariedade, Emprego

e Segurança Social (MSESS), confirmam a evolução favorável do emprego por conta de outrem no primeiro semestre de 2015 (2,9 por cento), ainda que mais mitigada face à indicada pelo Inquérito ao Emprego. No que se refere ao emprego nas administrações públicas, de acordo com a informação da Direção Geral da Administração e Emprego Público (DGAEP), o número de funcionários públicos reduziu-se 1,6 por cento na primeira metade de 2015, em termos homólogos. Esta queda é inferior às registadas em 2014 e 2013, anos em que verificaram reduções de 3,4 e 3,9 por cento, respetivamente. Em termos acumulados, o emprego nas administrações públicas registou uma queda de cerca de 70 mil indivíduos entre o final de 2011 e a primeira metade de 2015.

... Num contexto de crescimento significativo do emprego, a evolução da produtividade aparente do trabalho registou uma variação mitigada no primeiro semestre de 2015

A atual fase de recuperação da economia portuguesa conjuga um crescimento moderado da atividade com um crescimento significativo do emprego. Neste quadro, a produtividade aparente do trabalho, medida com base nas Contas Nacionais Trimestrais do INE, tem apresentado um dinamismo inferior ao observado em anteriores fases de recuperação económica. Este resultado inesperado deve, no entanto, ser qualificado. Por um lado, importa sublinhar que, entre 2011 e 2013, se registou um forte crescimento da produtividade aparente do trabalho, o que também surge em contraste com o observado em anteriores fases recessivas do ciclo. Por outro lado, os dados de contas nacionais relativos à produtividade do trabalho devem ser interpretados com cautela, pois podem sofrer revisões significativas com a divulgação das contas anuais definitivas (de numerador e denominador, incluindo a estimação do emprego equivalente a tempo completo) (Gráfico 5.10).

## 6. Procura

Manutenção do perfil de recuperação do PIB no primeiro semestre de 2015, caracterizado pelo maior dinamismo quer da procura interna quer das exportações

No primeiro semestre de 2015, a atividade económica em Portugal apresentou um crescimento em volume de 1,6 por cento, em termos homólogos, e de 1,0 por cento em relação ao segundo semestre de 2014 (Quadro 6.1). Dadas as importantes alterações demográficas que se verificaram nos últimos anos, a análise da evolução do PIB *per capita* ganha uma importância acrescida. Neste âmbito, o PIB per capita terá crescido 2,1 por cento no primeiro semestre de 2015 (1,5 por cento em 2014), o que se reflete num hiato entre a evolução do PIB e do PIB *per capita* em Portugal (Gráfico 6.1).

A evolução da atividade económica na primeira metade do ano aponta para a manutenção do perfil de recuperação gradual do PIB iniciado no final de 2013, o qual se situa ainda num nível inferior ao observado antes da crise financeira internacional (Gráfico 6.2). Este movimento tem sido caracterizado pelo dinamismo da procura interna – com destaque para o consumo de bens duradouros e a FBCF em equipamento e material de transporte – e por um crescimento robusto das exportações de bens e serviços, que se mantêm como a componente mais dinâmica da despesa. No primeiro semestre de 2015, as exportações registaram um crescimento em volume de 7,2 por cento, em termos homólogos, com destaque para a aceleração significativa das exportações de bens energéticos, que tiveram um contributo de 3,1 p.p. para o crescimento das exportações.

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

	% do PIB em 2014	2012	2013	2014	2014		2015		2014				2015	
					S1	S2	S1	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
<b>PIB</b>	100,0	-4,0	-1,1	0,9	0,9	0,9	1,6	1,0	0,9	1,2	0,6	1,6	1,6	
Procura interna	99,6	-7,3	-2,0	2,2	2,5	1,9	2,6	3,2	1,8	2,1	1,7	1,7	3,5	
Consumo privado	65,9	-5,5	-1,2	2,2	2,1	2,4	2,8	2,3	1,9	2,9	2,0	2,5	3,2	
Consumo público	18,5	-3,3	-2,0	-0,5	-0,3	-0,6	0,1	-0,4	-0,3	0,1	-1,3	-0,5	0,6	
Investimento	15,1	-18,1	-5,1	5,5	8,3	2,8	4,6	12,4	4,4	1,3	4,4	1,2	8,2	
FBCF	14,9	-16,6	-5,1	2,8	2,5	3,1	6,9	0,2	4,8	3,5	2,8	8,8	5,1	
Variação de existências <sup>(a)</sup>		-0,3	0,0	0,4	0,9	-0,1	-0,3	1,8	-0,1	-0,3	0,2	-1,1	0,5	
Exportações	40,0	3,4	7,0	3,9	3,1	4,8	7,2	4,1	2,2	3,8	5,7	7,0	7,4	
Importações	39,7	-6,3	4,7	7,2	7,2	7,2	9,5	9,9	4,6	6,0	8,5	7,1	11,9	
Contributo da procura interna <sup>(a)</sup>		-7,6	-2,0	2,2	2,5	1,9	2,6	3,2	1,8	2,1	1,7	1,7	3,5	
Contributo das exportações <sup>(a)</sup>		1,2	2,6	1,6	1,2	1,9	2,9	1,6	0,9	1,5	2,3	2,8	3,0	
Contributo das importações <sup>(a)</sup>		2,4	-1,8	-2,9	-2,8	-2,9	-3,9	-3,8	-1,8	-2,5	-3,4	-2,9	-4,9	
<i>por memória:</i>														
PIB – taxa de variação em cadeia					0,2	0,6	1,0	-0,5	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	
Procura interna (exc. variação de existências)	99,2	-7,0	-2,0	1,8	1,7	1,9	2,9	1,4	1,9	2,4	1,5	2,8	3,0	

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (a) Contributo para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais.

O forte conteúdo importado associado a esta última componente das exportações contribuiu em larga medida para a aceleração significativa das importações na primeira metade do ano. O contributo das importações de bens energéticos para o crescimento das importações de bens e serviços no primeiro semestre de 2015 (9,5 por cento) foi de 3,3 p.p..

Tal como no segundo semestre de 2014, o crescimento do PIB português na primeira metade de 2015 voltou a ser superior ao registado em média na área do euro, interrompendo, deste modo, a trajetória de acumulação de diferenciais

de crescimento negativos observada nos anos anteriores (Gráfico 6.3)<sup>16</sup>.

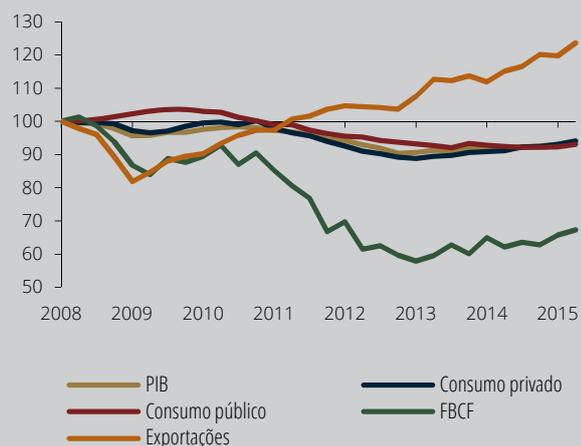
Quando comparado com os três episódios recessivos precedentes, o comportamento da atividade económica nos anos mais recentes caracteriza-se por um perfil de recuperação do PIB mais gradual. Esta evolução assenta num dinamismo da procura interna, nomeadamente do consumo privado e da FBCF, após quedas bastante pronunciadas, e num crescimento robusto das exportações de bens e serviços, observado ao longo de todo o período (Gráfico 6.4).

**Gráfico 6.1 • Evolução do PIB e do PIB *per capita* em Portugal | 2011 T1=100**



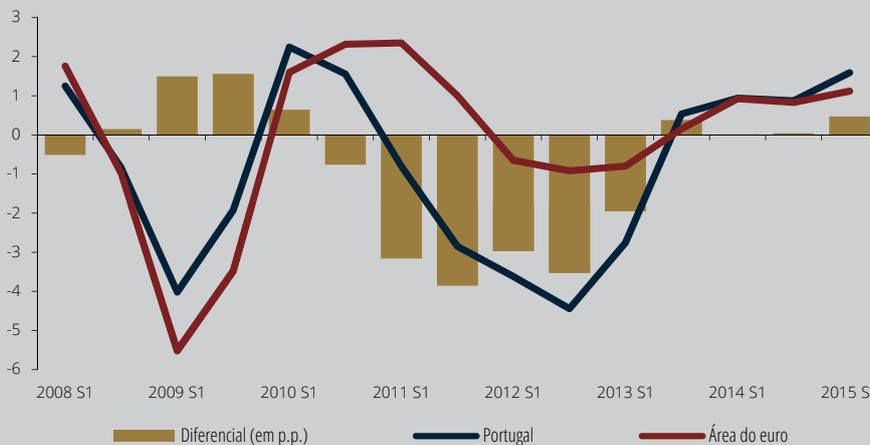
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico 6.2 • Evolução do PIB e das suas principais componentes | 2008 T1=100**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico 6.3 • Crescimento do PIB em Portugal e na área do euro | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: INE e Eurostat.

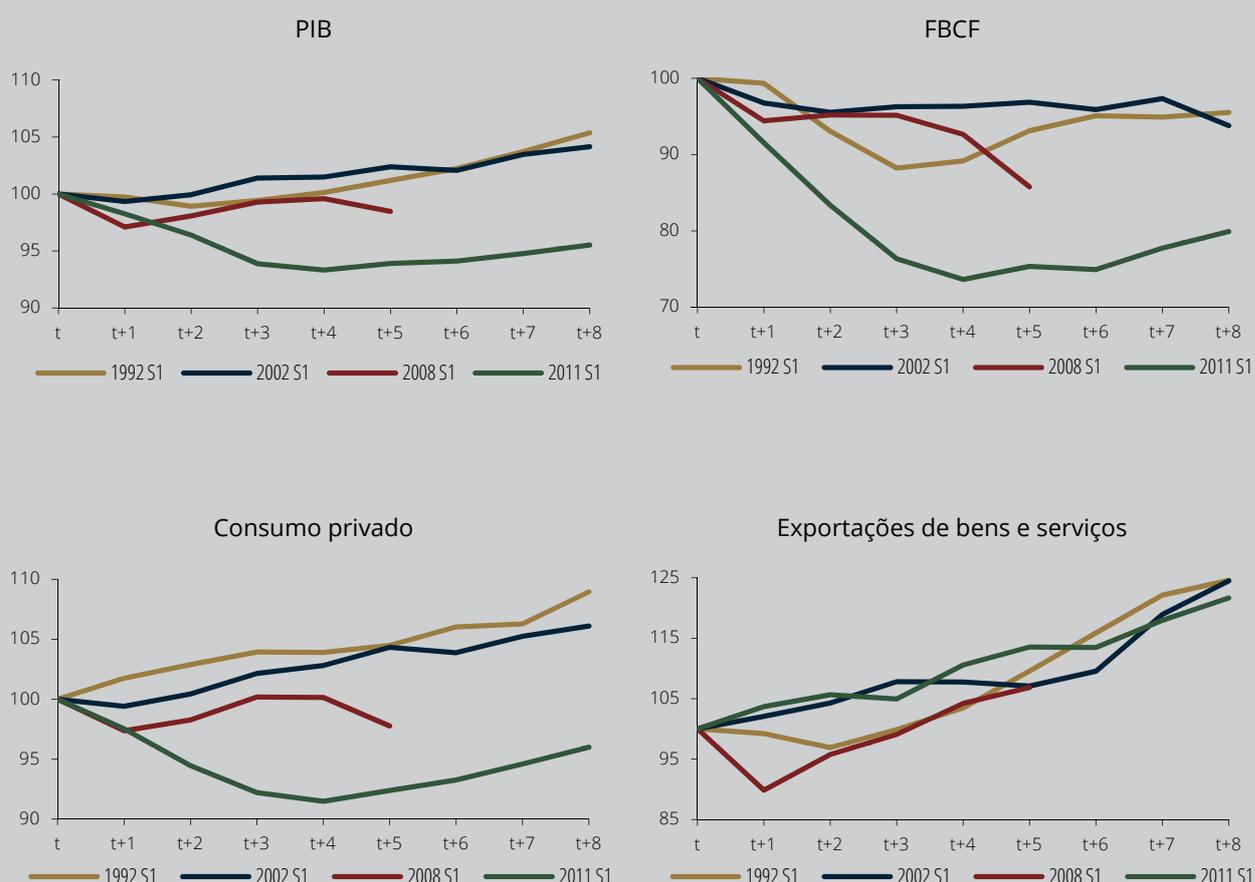
Manutenção da trajetória de recuperação do consumo privado num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho e de redução dos níveis de endividamento das famílias

No primeiro semestre de 2015, o consumo privado registou um crescimento em volume de 2,9 por cento face ao período homólogo de 2014 (superior em 0,7 p.p. face ao crescimento

do consumo privado no conjunto de 2014). A evolução do consumo privado na primeira metade do ano é consistente com o indicador coincidente do consumo privado, calculado pelo Banco de Portugal, e com a estabilização da confiança dos consumidores em níveis superiores aos registados no período anterior à crise, depois da trajetória ascendente observada desde o início de 2013.

A evolução do consumo privado no primeiro semestre do ano reflete a aceleração do consumo de bens não duradouros e serviços,

**Gráfico 6.4 • Evolução do PIB e das suas principais componentes nas últimas quatro recessões**  
| Valores semestrais; semestre t=100



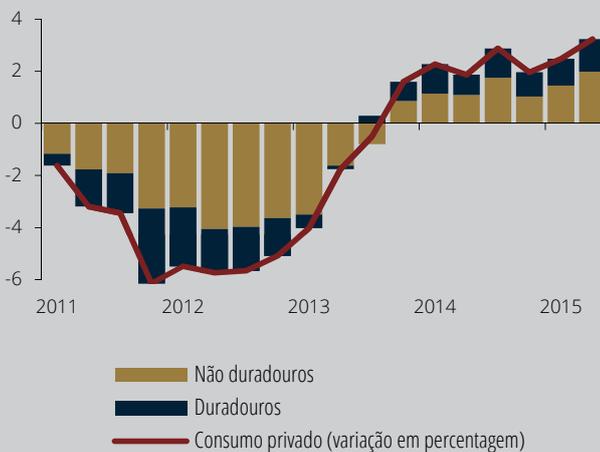
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O momento  $t$  nos quatro gráficos corresponde ao semestre imediatamente anterior ao início da queda do PIB em cada uma das quatro recessões, que coincidem com os primeiros semestres de 1992, 2002, 2008 e 2011. O período final da recessão 2008-2009 foi retirado pois o mesmo corresponde ao início da recessão seguinte.

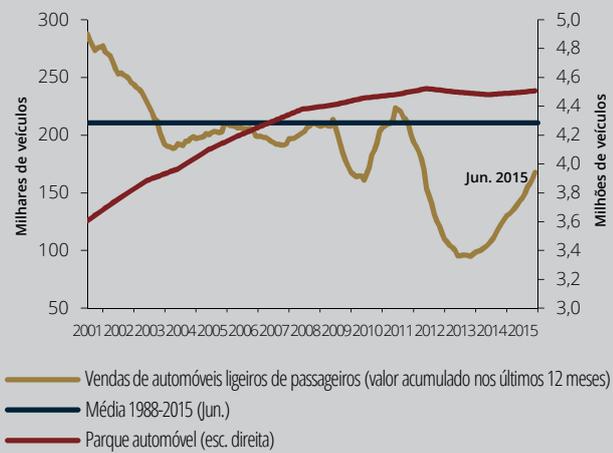
nomeadamente de bens não alimentares, e a manutenção do dinamismo elevado do consumo de bens duradouros, em particular de veículos automóveis, cujas vendas mantiveram a tendência de forte crescimento observada desde meados de 2013 (Gráfico 6.6). O número de veículos automóveis vendidos ficou abaixo dos valores médios observados desde 1988 – ano em que se verificou a descontinuação das importações

de automóveis – com o crescimento recente a destinar-se em larga medida à renovação do parque automóvel, cuja dimensão se tem mantido em torno de 4,5 milhões de unidades desde 2010 (Gráfico 6.6). Neste contexto, é igualmente importante referir que o perfil do crédito para a aquisição de automóveis novos tem mimetizado a trajetória de acréscimo das compras destes veículos desde 2013 (ver secção 3).

**Gráfico 6.5 • Decomposição da variação real do consumo privado | Em pontos percentuais**



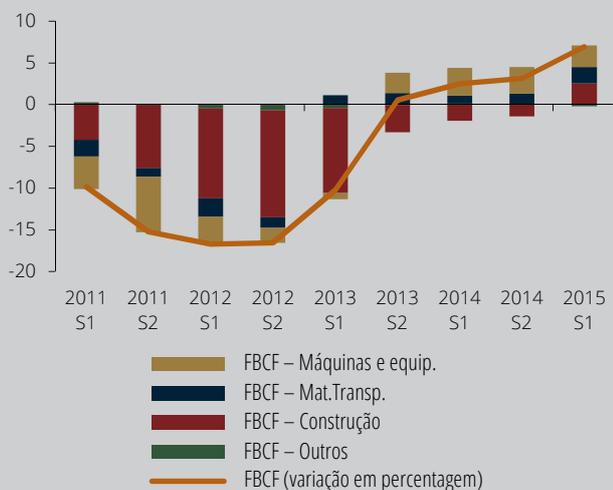
**Gráfico 6.6 • Vendas de automóveis ligeiros de passageiros | Número de veículos; valores mensais**



**Gráfico 6.7 • Peso do crédito total ao consumo no consumo privado | Em percentagem**



**Gráfico 6.8 • Decomposição da variação real da FBCF por tipo de investimento | Contributos, em pontos percentuais**



A recuperação das despesas de consumo das famílias tem beneficiado da melhoria das condições no mercado de trabalho. De facto, no primeiro semestre de 2015, manteve-se a trajetória de queda da taxa de desemprego e de aumento do emprego, ainda que num cenário de marcada moderação salarial. Importa referir igualmente o efeito potencial da redução do serviço da dívida das famílias no período recente, decorrente da estabilização das taxas de juro em níveis baixos, conjugada com a diminuição dos níveis de endividamento. Neste contexto, sublinhe-se a melhoria das condições de financiamento, nomeadamente ao nível do crédito para consumo. A evidência mostra que o peso do crédito ao consumo no total do consumo privado, não obstante ter vindo a aumentar desde o início de 2013, situa-se abaixo do observado antes da crise da dívida soberana (Gráfico 6.7).

### · Crescimento forte da FBCF no primeiro semestre do ano, extensível a todas as suas principais componentes

No primeiro semestre de 2015, o investimento registou um crescimento em volume de 4,6 por cento face ao período homólogo de 2014 – um valor superior em 1,8 p.p. relativamente ao observado no último semestre de 2014. Importa referir, no entanto, que a evolução do investimento, em particular no primeiro trimestre, foi afetada pelo contributo negativo muito significativo da variação de existências, que reflete em grande parte o efeito de base resultante da acumulação de *stocks* associada aos fluxos de comércio internacional de combustíveis na primeira metade de 2014.

O crescimento da FBCF no primeiro semestre do ano situou-se em 6,9 por cento (3,1 por cento no segundo semestre de 2014), para o qual contribuíram de forma semelhante as componentes de máquinas e equipamentos, material de transporte e construção. Em particular,

a FBCF em máquinas e equipamentos registou um crescimento expressivo de 10,5 por cento (13,6 por cento no último semestre de 2014), enquanto a FBCF em material de transporte continuou a apresentar taxas de crescimento bastante elevadas (em torno de 30 por cento).

A aceleração da FBCF no primeiro semestre reflete, em larga medida, o aumento da FBCF em construção, após as quedas sucessivas observadas desde 2002 e que foram particularmente acentuadas a partir de 2011 (Gráfico 6.8). O maior dinamismo desta componente na primeira metade do ano (crescimento de 5,2 por cento no primeiro semestre de 2015, após uma queda de 3,2 por cento no conjunto de 2014) estará a refletir parcialmente o efeito de base que decorre das condições meteorológicas adversas observadas no início de 2014, sendo consistente com o aumento da confiança no setor e com a evolução das vendas de cimento – o indicador de referência para medir a atividade no setor.

A evolução mais favorável do investimento em 2015 é consistente com a redução da percentagem de empresas que afirma ter limitações ao investimento. Tendo por base a informação para o ano corrente do Inquérito ao Investimento divulgado em julho de cada ano, esta percentagem situava-se em 61,6 por cento, em 2013, tendo diminuído gradualmente para 57,9 por cento, em 2014, e 55,0 por cento, em 2015. Muito embora a deterioração das perspetivas de venda permaneça como o principal fator limitativo ao investimento apontado pelas empresas, o respetivo peso relativo tem diminuído por contrapartida do aumento de outros fatores como a rentabilidade dos investimentos ou a capacidade de autofinanciamento (Gráfico 6.9).

Por setor institucional, sublinhe-se que a recuperação do investimento empresarial no primeiro semestre do ano deve ser enquadrada pela queda significativa desta componente do investimento durante o período da crise, a qual foi substancialmente superior à verificada em média na área do euro (Gráfico 6.10).

## Aceleração das exportações no primeiro semestre de 2015

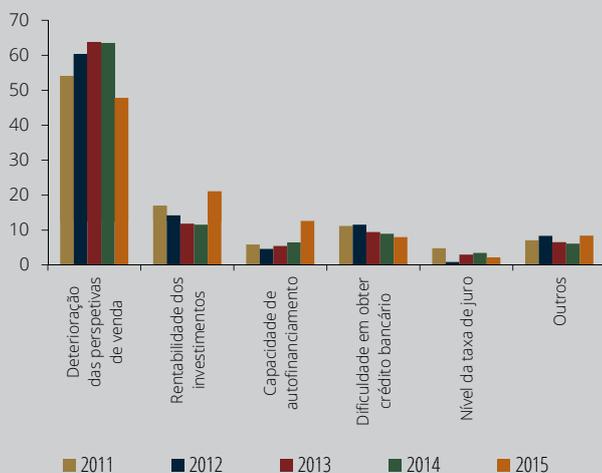
As exportações de bens e serviços mantiveram um crescimento forte no primeiro semestre de 2015, com uma taxa de crescimento em volume superior à verificada no último semestre de 2014. A evolução das exportações na primeira metade de 2015 traduz a aceleração, quer das exportações de bens, quer das exportações de serviços (Gráfico 6.11).

No primeiro semestre de 2015, as exportações de bens apresentaram um crescimento em volume de 7,8 por cento (2,9 por cento no conjunto de 2014). O dinamismo das exportações de bens foi influenciado pela forte aceleração das exportações de bens energéticos, em termos homólogos, que traduz em larga medida o efeito de base associado ao encerramento temporário de uma importante unidade de refinação no primeiro trimestre de 2014. Assim, no primeiro semestre de 2015, as exportações de bens energéticos registaram um crescimento em termos reais de 60,9 por cento (-12,2 por

cento no conjunto de 2014). Por seu turno, as exportações de bens excluindo energéticos desaceleraram (de 4,6 por cento em 2014 para 3,5 por cento no primeiro semestre de 2015), sendo esta evolução explicada em grande parte pela queda das exportações para Angola<sup>17</sup>.

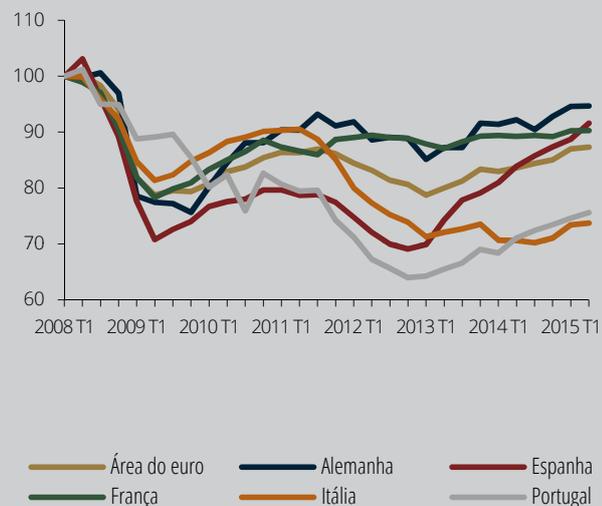
Em termos nominais, as exportações de bens aumentaram 5,7 por cento no primeiro semestre do ano face ao semestre homólogo de 2014 (1,8 por cento no conjunto de 2014). Para esta aceleração das exportações de bens contribuiu, além do forte aumento das vendas de combustíveis, o maior dinamismo das exportações de material de transporte, nomeadamente de veículos automóveis, assim como de alguns grupos de produtos, como as máquinas e aparelhos e os minerais excluindo combustíveis. Por mercado de destino, destaca-se o crescimento significativo das exportações nominais de bens para Espanha e para o Reino Unido no primeiro semestre de 2015 (respetivamente, 11,7 por cento e 14,3 por cento, em termos homólogos). É igualmente de destacar o crescimento significativo das exportações extra-comunitárias na

**Gráfico 6.9 • Principal fator limitativo ao investimento**  
| Em percentagem das empresas que afirmam ter limitações ao investimento



Fonte: INE.

**Gráfico 6.10 • Evolução da FBCF empresarial em Portugal e na área do euro**  
| 2008 T1=100



Fontes: INE, Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

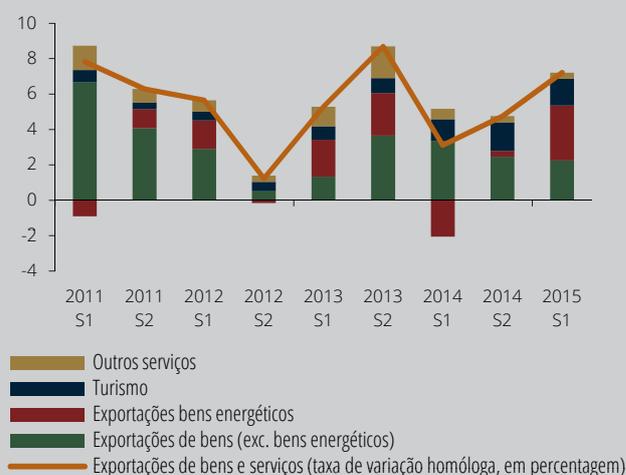
primeira metade do ano. Excluindo as vendas para Angola, as exportações nominais de bens para países não pertencentes à União Europeia cresceram 10,0 por cento, em termos homólogos (-0,7 por cento no conjunto de 2014), para o que terá contribuído a depreciação do euro em termos efetivos nominais desde meados de 2014.

O forte dinamismo das exportações de combustíveis no primeiro semestre de 2015 e o seu elevado conteúdo importado tornam particularmente relevante a análise do indicador que pondera as exportações nominais de cada tipo de produto pelo seu conteúdo não importado, de modo a refletir a componente de valor acrescentado implícita nas exportações. A evolução deste indicador na primeira metade de 2015 revela um diferencial negativo (cerca de 1,0 p.p.) entre as exportações ponderadas e não ponderadas pelo conteúdo não importado (Gráfico 6.12). No entanto, nos últimos semestres, a evolução das exportações ponderadas por conteúdo não importado caracteriza-se por um perfil globalmente estável.

As exportações de serviços registaram um crescimento em volume de 6,0 por cento no primeiro semestre face ao semestre homólogo de 2014 (6,3 por cento no conjunto de 2014). É de destacar em particular a manutenção do dinamismo elevado das exportações de serviços de turismo (crescimento de 11,5 por cento no primeiro semestre), enquanto os outros serviços registaram um crescimento de 1,9 por cento. Em termos nominais, as exportações de serviços de turismo registaram um crescimento homólogo no primeiro semestre de 12,2 por cento, enquanto as exportações de outros serviços apresentaram, no mesmo período, um aumento de 1,0 por cento.

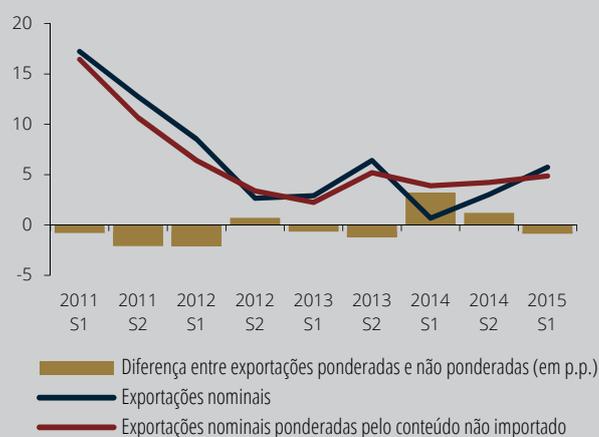
O crescimento em volume das exportações de bens e serviços no primeiro semestre de 2015 foi superior ao da procura externa dirigida à economia portuguesa, influenciado em parte por fatores de natureza temporária que afetaram as exportações de combustíveis em 2014 e 2015. Excluindo estes fatores, pode concluir-se que as exportações terão evoluído globalmente em linha com a procura externa nos semestres mais recentes (Gráfico 6.13).

**Gráfico 6.11 • Decomposição da variação real das exportações de bens e serviços**  
| Contributos, em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico 6.12 • Evolução das exportações nominais de bens ponderadas pelo conteúdo não importado**  
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

## Aceleração das importações de bens e serviços no primeiro semestre, com destaque para o crescimento acentuado das importações de bens energéticos em termos reais

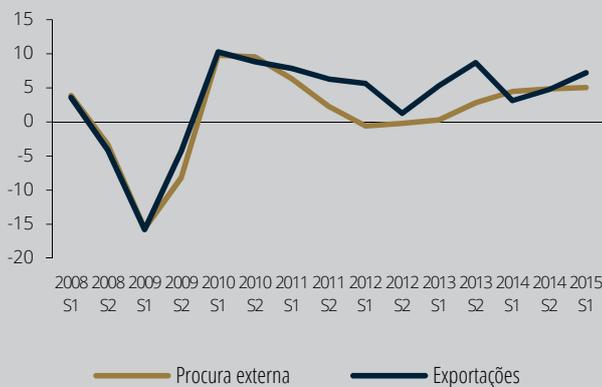
No primeiro semestre de 2015, as importações de bens e serviços apresentaram um crescimento em volume de 9,5 por cento (7,2 por cento no conjunto de 2014). Esta evolução traduz a aceleração, quer das importações de bens, quer das importações de serviços (Gráfico 6.14). No primeiro semestre de 2015, as importações de bens registaram um crescimento em termos homólogos de 10,1 por cento (6,7 por cento no conjunto de 2014), enquanto as importações de serviços aumentaram 6,2 por cento (9,9 por cento no conjunto de 2014).

Na primeira metade de 2015, há a destacar o crescimento acentuado das importações de bens energéticos em termos homólogos (23,1 por cento, após uma queda de 1,1 por

cento no conjunto de 2014). Excluindo os bens energéticos, as importações de bens registaram um crescimento de 7,4 por cento no primeiro semestre de 2015, sendo de realçar o crescimento significativo das importações de produtos farmacêuticos, em particular no segundo trimestre do ano. Em termos nominais, as importações de produtos farmacêuticos apresentaram um crescimento homólogo de 42,2 por cento no segundo trimestre do ano, traduzindo-se num contributo de 1,2 p.p. para o crescimento total das importações de bens no trimestre (9,0 por cento)<sup>18</sup>.

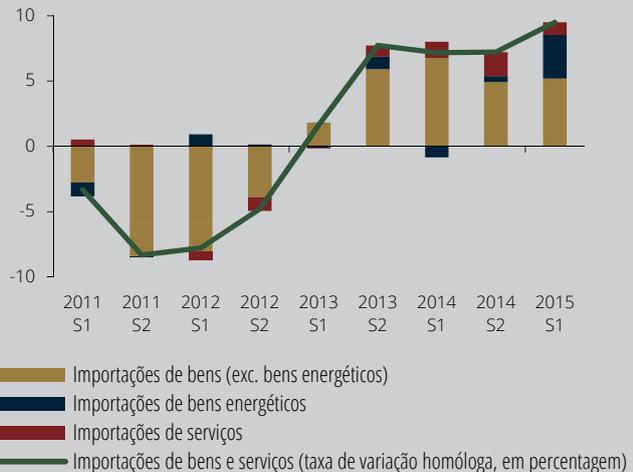
Na primeira metade de 2015, observou-se um crescimento das importações superior ao da procura global ponderada por conteúdos importados determinando um aumento da taxa de penetração das importações, tal como em 2013 e 2014. Sublinhe-se que o dinamismo da procura interna na primeira metade de 2015 continuou a ser baseado em larga medida em componentes com elevado conteúdo importado, como o consumo de duradouros ou as exportações de bens energéticos.

**Gráfico 6.13 • Exportações de bens e serviços e procura externa | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: BCE e INE.

**Gráfico 6.14 • Decomposição da variação real das importações de bens e serviços | Contributos, em pontos percentuais**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

## 7. Preços

Aumento da taxa de inflação para valores positivos no primeiro semestre de 2015, num contexto de inflação virtualmente nula na área do euro

No primeiro semestre de 2015, a taxa de inflação homóloga em Portugal, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se em 0,4 por cento (Quadro 7.1). Este valor representa um aumento de 0,6 p.p. face ao primeiro semestre e de 0,5 p.p. face ao segundo semestre do ano transato. Esta evolução ocorre num contexto de recuperação económica moderada, caracterizada por baixas pressões inflacionistas, quer internas, quer externas. A nível interno, as pressões salariais mantêm-se

reduzidas (Secção 5. Oferta). A nível externo, na componente energética, a queda do preço do petróleo em dólares superou os potenciais efeitos da desvalorização do euro face ao dólar, enquanto na componente não energética assistiu-se em larga medida a uma virtual estabilização do preço das matérias-primas em euros, com a queda dos preços em dólares a ser contrabalançada pela depreciação do euro (Secção 2. Enquadramento internacional).

O aumento da taxa de inflação em Portugal contrapõe-se à evolução registada na área do euro, onde a taxa de inflação homóloga medida pelo IHPC desceu para -0,1 por cento no primeiro semestre de 2015, o que compara com 0,6 por cento no primeiro semestre de 2014 e com 0,3 por cento no segundo semestre desse mesmo ano.

Quadro 7.1 • IHPC – Principais agregados | Em percentagem

	Pesos		Taxa de variação anual				2014		2015		2014		2015	
	2014	2012	2013	2014	2014		2015		2014		2015			
					S1	S2	S1	T3	T4	T1	T2			
<b>Total</b>	100,0	2,8	0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,7		
<b>Total excluindo energéticos</b>	91,8	1,7	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,7	-0,2	0,3	0,5	0,9			
<b>Total excluindo alimentares não transformados e energéticos</b>	81,0	1,6	0,4	0,2	0,1	0,4	0,6	0,4	0,4	0,5	0,6			
<b>Bens</b>	58,1	2,5	0,0	-1,1	-0,9	-1,3	-0,3	-1,6	-0,9	-1,0	0,3			
Alimentares	24,9	3,4	2,3	-0,7	-0,4	-0,9	1,3	-1,9	0,0	0,5	2,2			
Não Transformados	10,7	2,8	2,6	-2,1	-1,7	-2,4	1,6	-4,5	-0,3	0,2	3,0			
Transformados	14,2	4,0	2,0	0,4	0,6	0,3	1,2	0,2	0,3	0,7	1,6			
Industriais	33,2	2,0	-1,5	-1,4	-1,3	-1,6	-1,5	-1,5	-1,6	-2,1	-1,0			
Não Energéticos	25,0	-2,1	-1,5	-1,4	-1,4	-1,3	-1,0	-1,7	-1,0	-1,0	-0,9			
Energéticos	8,2	9,5	-0,7	-1,5	-0,7	-2,2	-3,9	-0,9	-3,6	-5,9	-1,9			
<b>Serviços</b>	41,9	3,2	1,1	1,1	0,8	1,4	1,3	1,6	1,2	1,3	1,3			
<i>Por memória:</i>														
Contributo dos preços sujeitos a regulação (em p.p.)	-	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2			
Contributo dos impostos (em p.p.)	-	1,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2			
IPC	-	2,8	0,3	-0,3	-0,2	-0,3	0,3	-0,5	-0,1	-0,1	0,7			
<b>IHPC – Área do euro</b>	-	2,5	1,4	0,4	0,6	0,3	-0,1	0,4	0,2	-0,3	0,2			

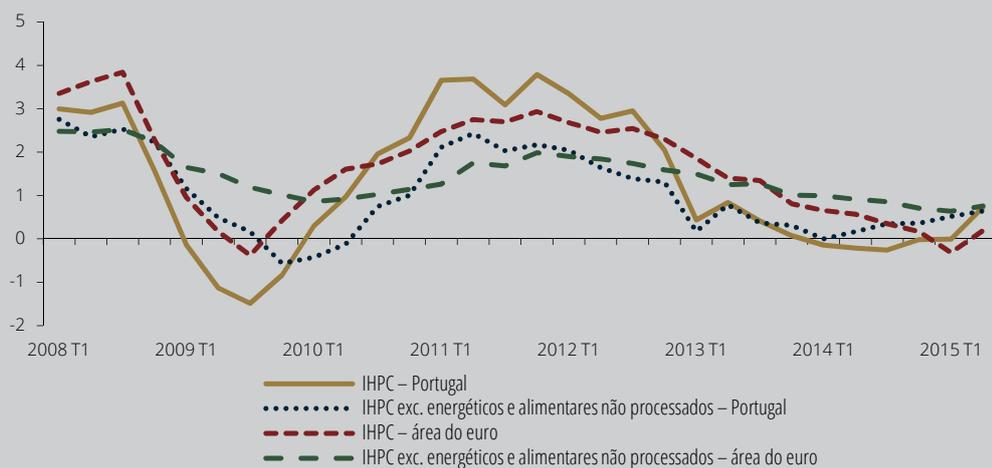
Fontes: Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.

Deste modo, o primeiro semestre de 2015 caracteriza-se também por um diferencial positivo entre a taxa de inflação homóloga em Portugal e a registada na área do euro, facto que não se verificava desde finais de 2012 (Gráfico 7.1). Para este diferencial contribuíram genericamente todas as componentes do IHPC, à exceção dos bens industriais não energéticos (Gráfico 7.2). Esta componente continua a registar uma taxa de variação de preço inferior à da área do euro, em linha com o que já vem acontecendo há alguns anos, inserindo-se num quadro de recuperação de competitividade da economia nacional no setor dos bens transacionáveis.

### Contributo significativo dos preços dos serviços e dos bens alimentares não transformados para o aumento do IHPC

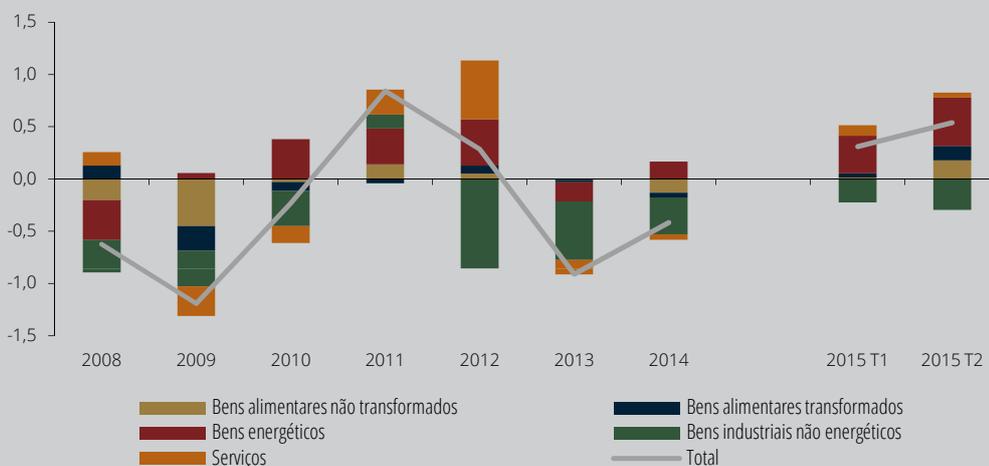
O preço dos serviços registou uma taxa de variação homóloga de 1,3 por cento no primeiro semestre de 2015, o que corresponde a um aumento de 0,5 p.p. face ao primeiro semestre de 2014 e a uma virtual estabilização face ao segundo semestre desse ano (Gráfico 7.3). Esta evolução assenta em larga medida no aumento

**Gráfico 7.1 •**  
IHPC – Portugal e área do euro  
Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

**Gráfico 7.2 •**  
IHPC e contributos – Diferencial entre Portugal e área do euro  
Pontos percentuais



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

do preço dos serviços de alojamento a que se tem assistido desde meados do ano passado, inserido num quadro de crescente dinamismo do setor do turismo, bem como num aumento do preço dos serviços financeiros, com particular destaque para os serviços bancários.

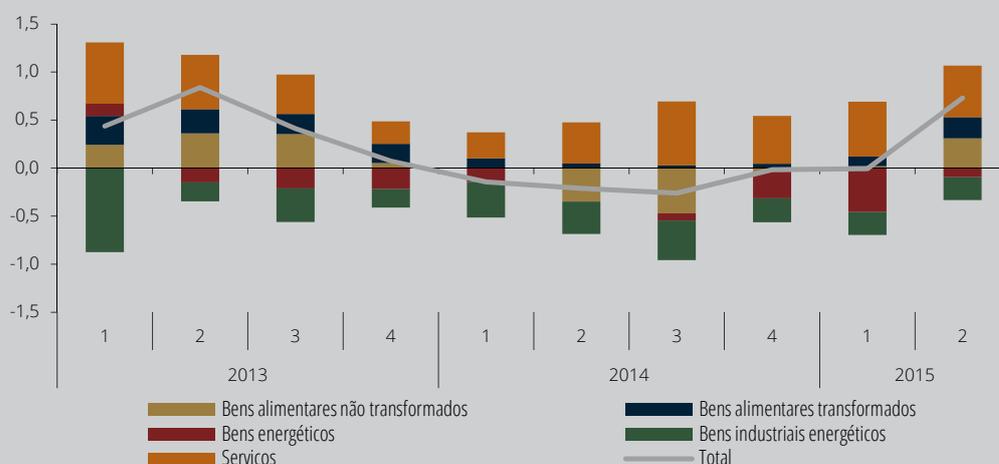
Por sua vez, o preço dos bens alimentares não transformados registou uma taxa de variação homóloga de 1,6 por cento no primeiro semestre de 2015, o que compara com -1,7 por cento e -2,4 por cento no primeiro e segundo semestres de 2014, respetivamente. Esta evolução reflete, em larga medida, a reversão de efeitos base verificados em 2014, principalmente a nível das frutas e produtos hortícolas, podendo também estar parcialmente relacionada com a virtual estabilização dos preços dos meios de produção de consumo corrente na agricultura, depois da diminuição ocorrida ao longo de 2014<sup>19</sup>.

Bens energéticos contribuem negativamente, ainda que de forma reduzida, para a variação do IHPC, num contexto de forte queda dos preços do petróleo

O preço dos bens energéticos reduziu-se 3,9 por cento no primeiro semestre de 2015 face ao

período homólogo, num contexto de forte queda dos preços do petróleo. Ainda assim, esta redução situou-se significativamente abaixo da verificada na área do euro, onde o preço dos bens energéticos diminuiu 6,5 por cento no referido período. Desta forma, a evolução do preço dos bens energéticos apresenta um contributo relevante para o diferencial positivo da taxa de inflação entre Portugal e a área do euro.

A queda do preço dos bens energéticos foi substancialmente inferior à sugerida pela recente queda do preço do petróleo em euros, a qual se situou aproximadamente em 34 por cento no primeiro semestre de 2015 face ao período homólogo. Esta evolução reflete em larga medida dois fatores principais (para além do efeito natural induzido pelo facto de o imposto sobre produtos petrolíferos ser uma parcela fixa e logo independente da evolução do preço do petróleo). Primeiro, o aumento do imposto sobre produtos petrolíferos ocorrido no princípio do ano, o qual apresentou um contributo de 1,5 p.p. para a taxa de variação do preço dos bens energéticos<sup>20</sup>. Segundo, o aumento do diferencial entre o preço médio de venda ao público antes de imposto e o preço do petróleo em euros, principalmente no que concerne à gasolina (Gráficos 7.4 e 7.5), num contexto de aumento das margens de refinação nos mercados internacionais.



**Gráfico 7.3 •**  
Contributos  
para a variação  
do IHPC  
| Em pontos  
percentuais

Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

## Reduzido contributo dos preços dos bens industriais não energéticos e dos bens alimentares transformados para o aumento do IHPC

O preço dos bens industriais não energéticos registou uma taxa de variação homóloga de

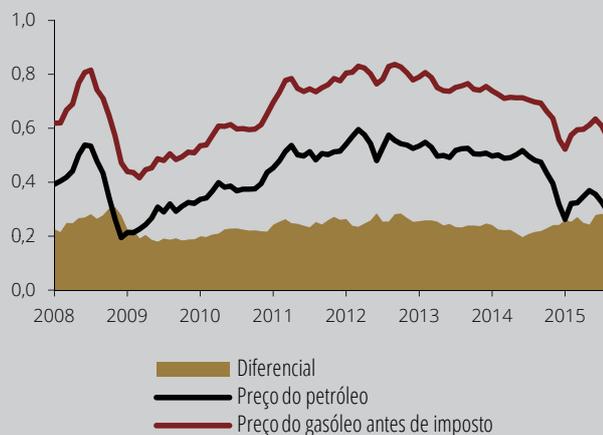
-1 por cento no primeiro semestre de 2015, o que corresponde respetivamente a um aumento de 0,4 e 0,3 p.p. face ao primeiro e segundo semestres de 2014. Esta evolução parece sinalizar uma tendência de atenuação na queda de preços desta componente que se vem registando desde 2012, ainda que de forma gradual.

**Gráfico 7.4** • Diferencial entre o preço da gasolina antes de imposto e o preço do petróleo em euros | Euros por litro



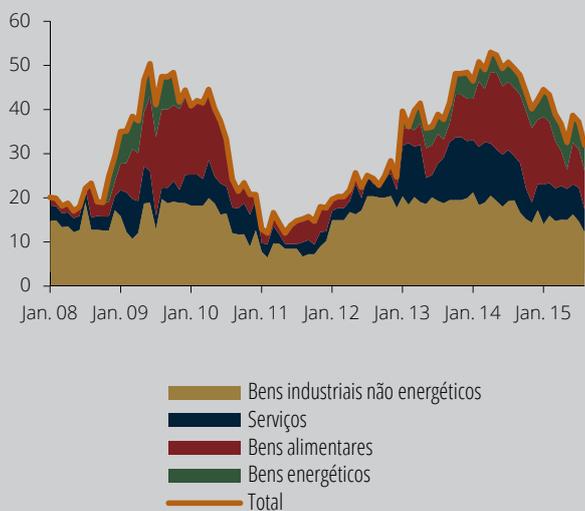
Fontes: BCE e DGEG (Direção Geral de Energia e Geologia).

**Gráfico 7.5** • Diferencial entre o preço do gasóleo antes de imposto e o preço do petróleo em euros | Euros por litro



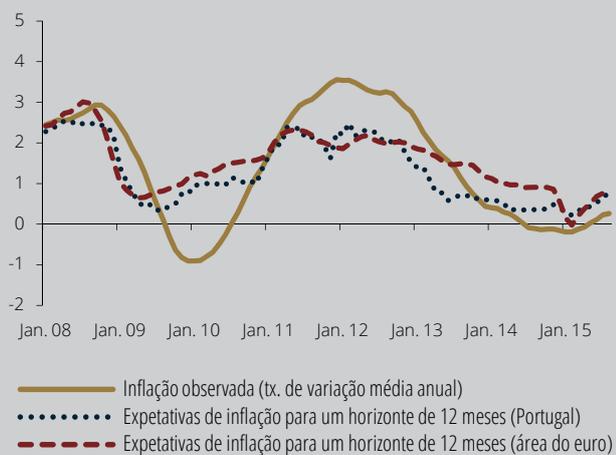
Fontes: BCE e DGEG (Direção Geral de Energia e Geologia).

**Gráfico 7.6** • Peso das componentes do IHPC com taxa de variação negativa | Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 7.7** • Expetativas de inflação | Em percentagem



Fontes: Consensus Economics e Eurostat.

O preço dos bens alimentares transformados registou uma taxa de variação homóloga de 1,3 por cento, o que compara com 0,6 e 0,3 por cento no primeiro e segundo semestres de 2014, respetivamente. Esta evolução é em larga medida influenciada pelo preço do tabaco (o qual tem vindo a aumentar de forma substancial ao longo do primeiro semestre) e pela reversão de efeitos base no preço do pão, cereais, óleos e gorduras.

### Diminuição sustentada do peso das componentes com variações de preço negativas

O peso das componentes do IHPC com variações de preço negativas tem vindo progressivamente a diminuir desde meados de 2014, situando-se no segundo trimestre de 2015 em 36 por cento, o que compara com 48 por cento em 2014 e 42 por cento no primeiro trimestre de 2015 (Gráfico 7.6). Esta evolução ocorre num quadro de aumento da taxa de inflação e de recuperação económica moderada, e parece

confirmar a tendência registada desde o início do ano transato, quando o peso das componentes do IHPC com taxa de variação negativa atingiu o valor mais elevado desde 2009.

### Ligeiro aumento das expetativas de inflação, embora se mantenham em valores reduzidos

As expetativas de inflação divulgadas pelo *Consensus Economics* para os próximos 12 meses foram sendo revistas ligeiramente em alta ao longo do primeiro semestre, acompanhando a recente trajetória de inflação média observada. Esta evolução parece sinalizar uma inversão da tendência registada ao longo dos últimos 3 anos, nos quais as expetativas de inflação foram sendo sucessivamente revistas em baixa. A evolução das expetativas de inflação aparenta estar em linha com as expetativas na área do euro, que refletem uma recuperação económica moderada, no quadro da política monetária acomodatória que tem vindo a ser posta em prática pelo BCE.

## 8. Balança de Pagamentos

### Manutenção da capacidade de financiamento da economia portuguesa na primeira metade de 2015

No primeiro semestre de 2015, a capacidade líquida de financiamento da economia portuguesa, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital, manteve-se virtualmente inalterada face ao semestre homólogo, situando-se em 0,2 por cento do PIB (2,0 por cento no conjunto do ano de 2014) (Quadro 8.1).

A manutenção da capacidade líquida de financiamento da economia portuguesa no primeiro semestre de 2015 face ao período homólogo reflete em larga medida uma relativa estabilidade das várias rubricas que compõem a balança corrente e de capital (Gráfico 8.1). Ainda assim, verificou-se no referido período uma ligeira melhoria do saldo da balança de bens e serviços e por consequência do saldo da balança corrente, num contexto de

crescente dinamismo das viagens e turismo. Efetivamente, o saldo deste setor melhorou em 0,3 p.p. do PIB, sendo atenuado pelo desempenho menos favorável de outros serviços fornecidos por empresas. Já o saldo da balança de rendimentos conjunta manteve-se virtualmente estável no primeiro semestre de 2015 quando comparado com o semestre homólogo, verificando-se contudo uma ligeira variação positiva do saldo da balança de rendimento secundário (devido a uma melhoria do saldo respeitante a outras transferências correntes e remessas de emigrantes / imigrantes), por contrapartida do saldo da balança de rendimento primário (em parte afetada pela deterioração do saldo dos rendimentos de investimento em carteira). A melhoria do saldo da balança corrente foi contudo contraposta por uma ligeira deterioração do saldo da balança de capital, explicada por uma redução do montante total de fundos recebidos da União Europeia.

**Quadro 8.1** • Balança corrente e de capital | Saldos em percentagem do PIB

	1.º Semestre					
	2011	2012	2013	2014	2014	2015
Balança corrente e balança de capital	-4,5	0,1	3,0	2,0	0,3	0,2
Balança corrente	-6,0	-2,0	1,4	0,5	-1,1	-1,0
Balança de bens e serviços	-3,7	0,1	1,8	1,3	0,6	0,8
Bens	-8,2	-5,5	-4,7	-5,3	-4,9	-4,8
Serviços	4,5	5,6	6,5	6,6	5,6	5,6
<i>dos quais:</i>						
Viagens e turismo	2,9	3,4	3,6	4,1	2,9	3,2
Balança de rendimento primário	-2,7	-2,7	-1,3	-1,5	-2,1	-2,3
Balança de rendimento secundário	0,3	0,6	0,9	0,8	0,3	0,6
<i>do qual:</i>						
Remessas de emigrantes / imigrantes	1,0	1,3	1,4	1,5	1,4	1,5
Balança de capital	1,5	2,1	1,6	1,5	1,4	1,2

Fontes: INE e Banco de Portugal.

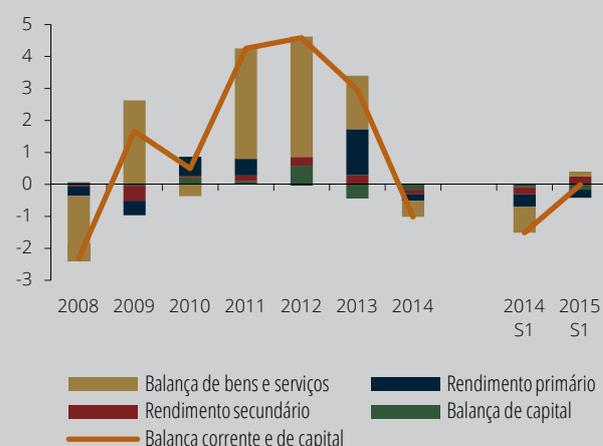
Por setor institucional, e no ano acabado no primeiro semestre de 2015, as administrações públicas aumentaram a sua necessidade líquida de financiamento face ao período homólogo, por contrapartida das sociedades financeiras, que aumentaram a sua capacidade líquida de financiamento (Gráfico 8.2). Este facto relaciona-se com o registo da subscrição do capital do Novo Banco pelo Fundo de Resolução como transferência de capital das administrações públicas (Caixa 2. "Revisões no défice e na dívida das administrações públicas: 2011-2014"). No mesmo horizonte temporal, as sociedades não financeiras diminuíram a sua capacidade líquida de financiamento, num contexto de redução do saldo das transferências de capital<sup>21</sup>, bem como as famílias, num quadro de redução da poupança deste setor institucional.

A manutenção de uma capacidade líquida de financiamento externo positiva, em linha com o que vem sendo registado desde 2012, é reflexo do processo de ajustamento estrutural, contrastando com mais de uma década de elevados défices externos, os quais resultaram na acumulação de uma dívida externa líquida sem

precedentes na história recente na economia portuguesa. Este ajustamento reflete, por um lado, a diminuição do investimento, principalmente por parte das sociedades não financeiras, e por outro, o aumento da poupança interna, em larga medida explicado pela diminuição das necessidades de financiamento das administrações públicas. Esta evolução levou primeiramente a uma diminuição da necessidade líquida de financiamento da economia portuguesa e, a partir de 2013, a uma capacidade líquida de financiamento (Gráfico 8.3). O primeiro semestre de 2015 caracterizou-se pela manutenção da poupança interna e do investimento em percentagem do PIB nos níveis do semestre homólogo, implicando uma manutenção da capacidade líquida de financiamento externo.

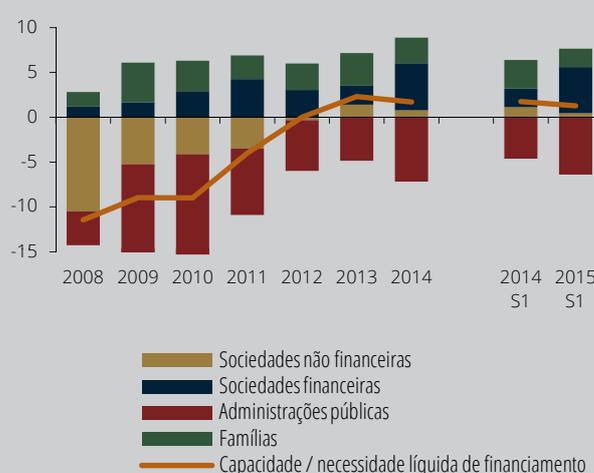
A eliminação dos défices externos que caracterizaram a economia portuguesa durante mais de uma década assentou, em larga medida, na consolidação de um excedente a nível da balança de bens e serviços. Esta evolução foi conseguida através do aumento das exportações líquidas de bens, bem como por um desempenho crescente a nível dos serviços, assente fundamentalmente num maior volume exportado líquido

**Gráfico 8.1 • Decomposição da variação do saldo da balança corrente e de capital**  
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 8.2 • Necessidades de financiamento da economia por setor institucional**  
| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Nota: Os valores para 2014 S1 e 2015 S1 referem-se ao ano acabado no semestre.

(Gráfico 8.4). Saliente-se que a balança de bens e serviços no primeiro semestre de 2015 é largamente influenciada, por um lado, pela diminuição do preço do petróleo e consequentemente pela diminuição do défice da balança de combustíveis e, por outro, pela importação de produtos farmacêuticos (Secção 6. Procura), que contribuiu para o aumento do défice da balança de bens excluindo combustíveis relativamente ao semestre homólogo.

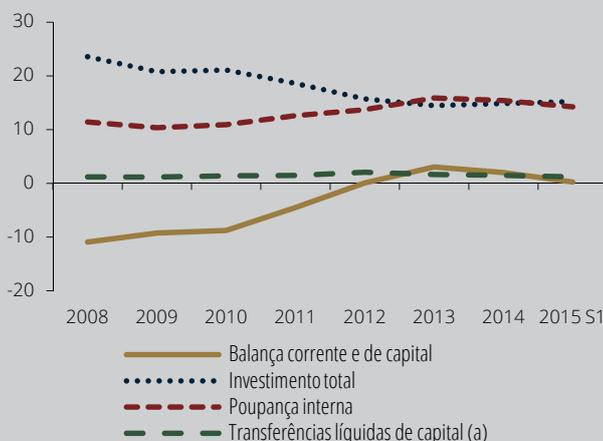
### Saída líquida de fluxos financeiros na primeira metade de 2015

O primeiro semestre de 2015 caracterizou-se por uma saída líquida de fluxos financeiros para o exterior de 0,7 por cento do PIB, o que compara com uma entrada líquida de 0,1 por cento do PIB no primeiro semestre de 2014, e com uma saída líquida de 2,1 por cento em 2014. Esta evolução assenta numa redução de passivos líquidos mais significativa do que a redução de ativos líquidos (Gráfico 8.5). Os saldos positivos das rubricas investimento de carteira e outro investimento dominaram o

saldo negativo apresentado pela rubrica investimento direto (Gráfico 8.6).

Numa perspetiva genérica, o saldo da balança financeira é em larga medida influenciado pela amortização de títulos e empréstimos de entidades residentes face a não residentes, bem como pela aquisição de títulos de dívida pública por parte do banco central. Estas operações repercutem-se num contributo positivo do investimento em carteira para a referida balança, que não é completamente compensado pela emissão de títulos de dívida por parte das administrações públicas. É de destacar também a amortização antecipada ao Fundo Monetário Internacional de parte do empréstimo obtido pelo Estado Português no âmbito do programa de assistência económica e financeira, o qual é apenas parcialmente compensado por um aumento do passivo líquido do banco central. Esta operação traduz-se, desta forma, num contributo positivo das administrações públicas no que respeita à saída líquida de fluxos financeiros para o exterior por contrapartida do banco central (Gráfico 8.7), bem como num saldo positivo da rubrica outro investimento. A evolução do investimento direto reflete fundamentalmente outras operações financeiras.

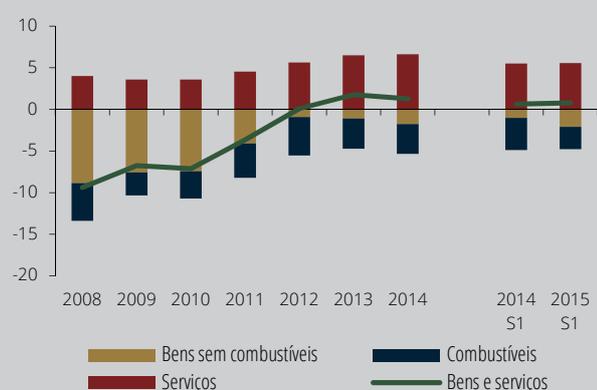
**Gráfico 8.3 • Necessidades de financiamento da economia | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Inclui a aquisição líquida de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

**Gráfico 8.4 • Decomposição da balança de bens e serviços | Em percentagem do PIB**



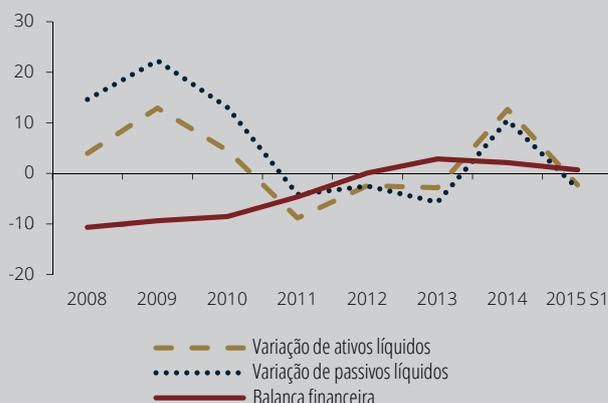
Fonte: INE.

### Ligeira deterioração da posição de investimento internacional

Apesar do saldo positivo da balança financeira, a posição de investimento internacional degradou-se ligeiramente no primeiro semestre de 2015, situando-se a posição líquida devedora da economia portuguesa face ao resto do mundo

em 116,2 por cento do PIB, o que compara com 113,3 por cento em 2014 (Gráfico 8.8). Este agravamento deve-se em larga medida a efeitos de variação de preço afetando instituições financeiras não monetárias e sociedades não financeiras, com particular destaque para a valorização de empresas nacionais detidas por não residentes.

**Gráfico 8.5 • Balança financeira**  
| Em percentagem do PIB



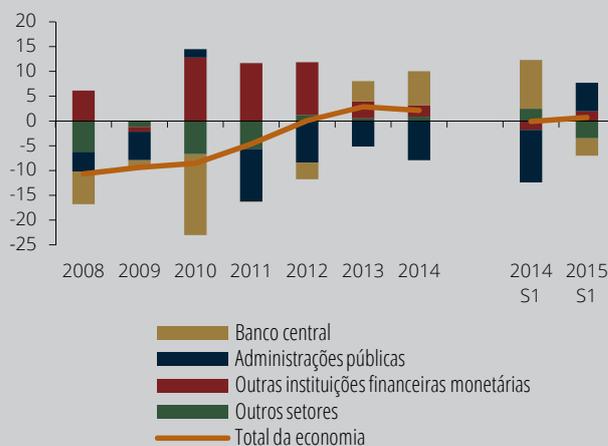
Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 8.6 • Balança financeira – Decomposição por instrumento**  
| Em percentagem do PIB



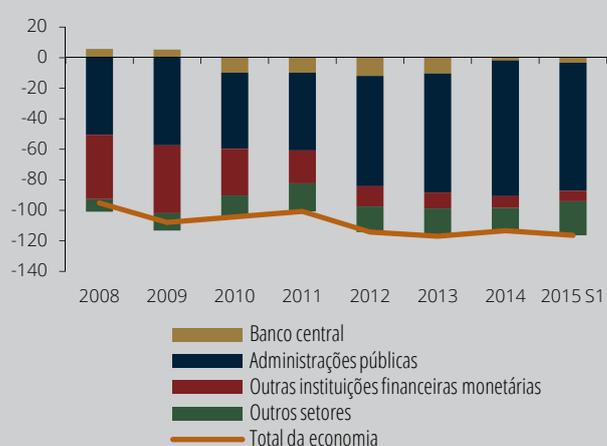
Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 8.7 • Balança financeira – Decomposição por setor institucional**  
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 8.8 • Posição de investimento internacional por setor institucional**  
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

## Notas

1. No entanto, mais recentemente, no período que se seguiu à instabilidade financeira associada com os desenvolvimentos económicos na China, o euro apreciou cerca de 2 por cento em termos nominais efetivos entre finais de junho e meados de setembro.
2. Ver “Co-movement of revisions in short- and long-term inflation expectations” por A. Antunes (2015), Banco de Portugal *Economic Studies* Vol. 1, N1.
3. Os dados recolhidos pelo Departamento de Supervisão Comportamental do Banco de Portugal sobre contratos de crédito aos consumidores permitem analisar a evolução do crédito aos consumidores por categorias do crédito, que não está disponível nos dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras. Esta informação é recolhida de acordo com a Instrução do Banco de Portugal N.º 14/2013, que introduziu algumas alterações nas categorias de crédito face ao que vigorava desde 2009 (Instrução N.º 12/2009). Na análise apresentada neste *Boletim Económico*, não foram considerados os montantes de crédito ao consumo relacionados com cartões de crédito, conta corrente e facilidade de descoberto. Os dados relativos aos novos créditos aos consumidores estão disponíveis no seguinte endereço eletrónico, no sítio do Banco de Portugal: <http://cliente bancario.bportugal.pt/pt-PT/Credito/CreditoConsumidores/Paginas/EvolucaoCreditos.aspx>.
4. As contas financeiras não consolidadas por setor institucional apresentam variações de ativos e passivos financeiros, tendo em consideração todas as operações financeiras em que as unidades institucionais classificadas no setor em análise estão envolvidas. Por sua vez, as contas financeiras consolidadas correspondem a variações de ativos e passivos financeiros decorrentes de operações financeiras entre unidades institucionais classificadas no setor com unidades institucionais consideradas em outros setores institucionais. Deste modo, em comparação com as contas financeiras não consolidada, as operações financeiras entre unidades institucionais classificadas no mesmo setor institucional não são consideradas.
5. Relembre-se que o défice de 2014 corrigido do impacto de fatores de natureza pontual se cifra em 3,6 por cento do PIB.
6. Na ótica da Contabilidade Nacional a receita obtida com a Contribuição Extraordinária de Solidariedade é registada do lado da despesa, afetando negativamente a despesa com o pagamento de pensões.
7. Em particular, o efeito na variação do rácio da dívida associado ao diferencial entre a taxa de juro implícita e a taxa de crescimento do PIB nominal (designado por “snowball effect”) foi nulo no primeiro semestre do ano.
8. O encerramento do procedimento por défice excessivo em 2015 decorre do cumprimento da Recomendação do Conselho ECOFIN, de 18 de junho de 2013, que fixou neste ano o prazo para a redução do défice das administrações públicas para um valor igual ou inferior a 3 por cento do PIB.
9. De acordo com a Recomendação do Conselho ECOFIN de 18 de junho de 2013, o défice das administrações públicas deverá permanecer abaixo de 3 por cento do PIB a partir de 2015 e deverá observar-se um esforço mínimo de consolidação anual de 0,5 p.p., compatível com a convergência do saldo estrutural para o Objetivo de Médio Prazo (-0,5 por cento do PIB).
10. De acordo com a atualização do Programa de Estabilidade de abril, o Ministério das Finanças prevê para 2015 a atribuição das concessões da Companhia das Lezírias, da Silopor, dos portos de Pedrouços e Bom Sucesso e da A23, que, no seu conjunto, deverão gerar uma receita equivalente a 176 milhões de euros.
11. O MDDAP determina, na Caixa 2 da Secção III.2.3, que, nos casos em que o Estado é a única entidade participante na injeção de capital, se considere como “taxa de retorno suficiente” um rendimento superior ou equivalente à taxa de financiamento a 10 anos da República.
12. O aumento de capital feito pelo Fundo de Resolução no Novo Banco, enquanto medida de apoio ao sistema financeiro, enquadra-se na definição de medidas temporárias adotada no Eurosistema, pelo que o respetivo impacto não afeta o saldo estrutural (ver Tema em Destaque “As regras orçamentais europeias e o cálculo dos saldos estruturais”).
13. Recorde-se que, no contexto do Sistema Europeu de Contas Nacionais, a dívida pública é avaliada em termos de passivos brutos.
14. A discrepância entre o crescimento do PIB e do VAB na primeira metade de 2015 prende-se essencialmente com a evolução dos impostos líquidos de subsídios, que cresceram 4,6 por cento face ao período homólogo (após um crescimento de 2,6 por cento em 2014).
15. No mesmo período, verificou-se um aumento expressivo dos emigrantes temporários, de cerca de 60 mil indivíduos em 2011 para 85 mil indivíduos em 2014.
16. Tendo em conta a dinâmica populacional, o ritmo de convergência seria mais acentuado. No conjunto de 2014, o PIB per capita na área do euro registou um crescimento de 0,7 por cento, 0,8 p.p. abaixo do verificado em Portugal. Com base em estimativas do *Eurostat* para o crescimento da população, na primeira metade de 2015, o PIB per capita na área do euro terá registado um crescimento homólogo de 0,9 por cento, 1,2 p.p. abaixo do verificado em Portugal.
17. No primeiro semestre de 2015 e em linha com a redução das importações angolanas resultantes *inter alia* do significativo abrandamento da atividade, as exportações nominais de bens para Angola registaram uma queda em termos homólogos de 25,4 por cento, sendo que o peso das exportações de bens para Angola no total de exportações de bens se situava em 6,6 por cento em 2014.
18. O crescimento desta componente, particularmente significativo no mês de abril, traduz em larga medida o impacto da importação de um tipo de fármaco específico para o tratamento da Hepatite C.
19. Índice divulgado pelo INE, que engloba fatores como adubos, energia e alimentos para animais, entre outros.
20. O contributo para a taxa de inflação homóloga é contudo reduzido, situando-se abaixo de 0,15 p.p..
21. A redução do saldo das transferências de capital reflete um efeito base associado ao financiamento realizado pelo Estado a empresas públicas de transporte, ocorrido no primeiro semestre de 2014.



PROJEÇÕES  
PARA A ECONOMIA  
PORTUGUESA  
EM 2015



## Projeções para a economia portuguesa em 2015

As projeções para a economia portuguesa apontam para um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 1,7 por cento em 2015 (Quadro 1), valor ligeiramente superior ao projetado para a área do euro (Gráfico 1). O maior crescimento do PIB em 2015 deverá refletir um contributo mais elevado da procura interna e uma aceleração das exportações.

### Aceleração da atividade económica em 2015

A projeção para 2015 considera a informação disponível até final de setembro e tem subjacente um conjunto de hipóteses sobre a evolução do enquadramento da economia portuguesa baseada no exercício de projeção do Eurosistema divulgado no boletim mensal de setembro do BCE (Caixa 1. "Hipóteses do exercício de projeção").

De acordo com as atuais projeções, o PIB deverá manter a trajetória ascendente iniciada em

meados de 2013, registando em 2015 uma aceleração de 0,8 p.p. face ao ano anterior. Projeta-se um contributo da procura interna para o crescimento do PIB positivo e superior ao observado em 2014, refletindo a aceleração do consumo privado e do investimento. A aceleração da procura interna, em particular de componentes com elevado conteúdo importado, deverá traduzir-se num aumento significativo das importações. As exportações, por seu lado, deverão continuar a registar um crescimento robusto e bastante acima do crescimento da procura interna.

Em termos intra-anuais, projeta-se a continuação da recuperação da atividade económica no segundo semestre do ano. Considerando as componentes da procura global líquidas do seu conteúdo importado, a ligeira aceleração do PIB no segundo semestre resultará de maiores contributos tanto da procura interna como das exportações face aos observados na primeira metade do ano.

### Quadro 1 • Projeções do Banco de Portugal para 2015

| Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2014	BE outubro 2015		BE junho 2015	
		2014	2015 <sup>(p)</sup>	2014	2015 <sup>(p)</sup>
Produto Interno Bruto	100,0	0,9	1,7	0,9	1,7
Consumo privado	65,9	2,2	2,6	2,1	2,2
Consumo público	18,5	-0,5	0,1	-0,3	-0,5
Formação bruta de capital fixo	14,9	2,8	6,2	2,5	6,2
Procura interna	99,6	2,2	2,5	2,1	2,1
Exportações	40,0	3,9	6,1	3,4	4,8
Importações	39,7	7,2	7,9	6,4	5,7
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)					
Procura interna		2,2	2,6	2,0	2,1
Exportações		1,6	2,5	1,3	2,0
Importações		-2,9	-3,4	-2,5	-2,4
Balança corrente e de capital (% PIB)		2,0	2,3	2,1	3,0
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,3	1,7	1,1	2,1
Índice harmonizado de preços no consumidor		-0,2	0,5	-0,2	0,5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

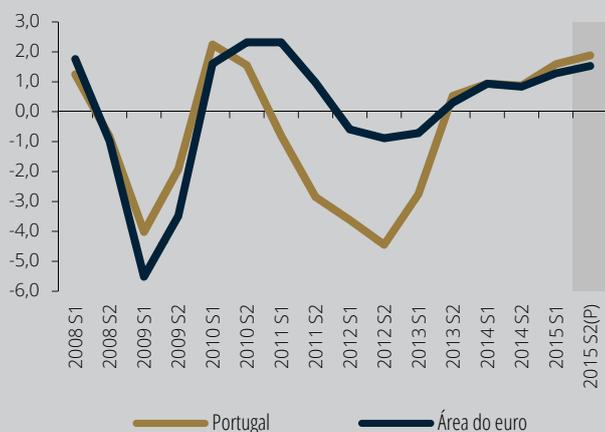
Nota: (p) – projetado. Os valores anuais apresentados referem-se as taxas de variação médias anuais. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas.

O consumo privado deverá registar um crescimento de 2,6 por cento em 2015, mantendo o perfil ascendente iniciado no final de 2013. Em termos de composição, projeta-se um crescimento forte do consumo de bens duradouros, embora mais mitigado no segundo semestre face ao observado ao longo do primeiro semestre. Refira-se que esta componente do consumo tem registado crescimentos significativos desde o final de 2013, após as quedas expressivas em 2011 e 2012, refletindo a sua elevada sensibilidade ao ciclo económico, sendo expectáveis crescimentos mais moderados à medida que o *stock* de bens duradouros vai convergindo para novos níveis de equilíbrio. Por sua vez, a componente de consumo não duradouro deverá continuar uma trajetória de recuperação gradual. A recuperação do consumo privado estará a refletir alguma melhoria das condições do mercado de trabalho e das condições financeiras das famílias, num contexto de alguma redução dos níveis de endividamento e de manutenção de baixas taxas de juro. Neste enquadramento, observou-se um crescimento dos novos empréstimos a particulares, após expressivas diminuições nos anos anteriores.

A Formação Bruta de Capital Fixo deverá apresentar um crescimento de 6,2 por cento em 2015, após um crescimento de 2,8 por cento em 2014, registando crescimentos nas principais componentes. Em particular, a FBCF em construção deverá apresentar um crescimento moderado, após vários anos de quedas consecutivas. Em termos intra-anuais, a FBCF em construção deverá desacelerar na segunda metade do ano, após um crescimento relativamente elevado no início de 2015, refletindo em parte um efeito de base que decorreu das condições meteorológicas adversas observadas no início de 2014 (Secção 6. Procura neste Boletim). A componente de máquinas e equipamentos deverá apresentar, em 2015, um crescimento significativo pelo segundo ano consecutivo.

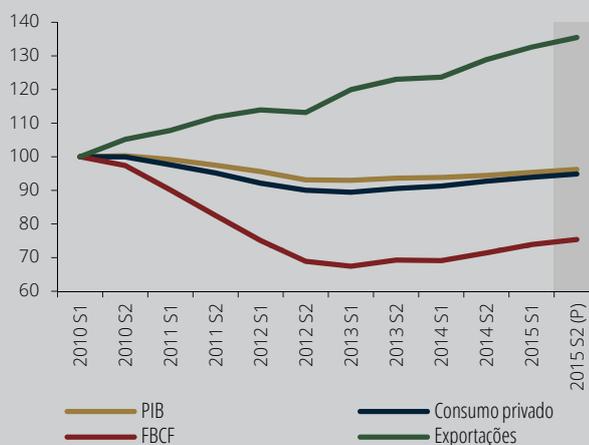
A necessidade de renovação do *stock* de capital, após quedas de investimento significativas no período 2009-2013, bem como a melhoria das condições de financiamento e o aumento da confiança dos agentes económicos, deverão contribuir para a continuação da recuperação deste agregado. No entanto, a evolução do investimento deverá continuar condicionada pela necessidade de redução do nível de

**Gráfico 1 • PIB – Taxa de variação homóloga**  
| Em percentagem



Fontes: INE, BCE e Banco de Portugal.

**Gráfico 2 • Evolução semestral do PIB e das componentes da despesa**  
| Índice 1.º semestre 2010=100



Fontes: INE, BCE e Banco de Portugal.

endividamento das sociedades não financeiras que, apesar da redução observada no período recente, permanece ainda muito elevado por comparação com outros países da área do euro.

As exportações de bens e serviços em 2015 deverão continuar a apresentar um elevado dinamismo, com um crescimento médio anual de 6,1 por cento. As exportações de bens não energéticos deverão apresentar, no conjunto do ano, um crescimento semelhante ao observado no ano anterior. Por seu turno, projeta-se uma forte aceleração dos bens energéticos em 2015, embora com um perfil intra-anual de desaceleração (refletindo um efeito de base associado à paragem técnica de uma refinaria no primeiro semestre de 2014). Relativamente às exportações de serviços, projeta-se a continuação de um crescimento significativo em 2015, com destaque para o elevado dinamismo dos serviços de turismo. Em termos médios anuais, é esperado um aumento da quota de mercado das exportações de bens e serviços em 2015, refletindo no essencial os ganhos observados no primeiro semestre (associados à evolução das exportações de energéticos).

Em 2015, as importações de bens e serviços deverão apresentar um crescimento significativo (7,9 por cento), refletindo a dinâmica da procura global e alguns efeitos específicos observados principalmente no primeiro semestre, traduzidos em aumentos substanciais das importações de bens energéticos e de produtos farmacêuticos (Secção 6. Procura neste Boletim). Uma parte destes efeitos deverá reverter no segundo semestre, período para o qual se projeta um crescimento das importações mais próximo do que resulta da elasticidade habitual desta componente face à evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados.

Tendo em consideração esta evolução das componentes da despesa, as atuais projeções para 2015 contemplam um aumento do contributo da procura interna para o crescimento do PIB, tanto em termos brutos (contributo de 2,6 p.p., após 2,2 p.p. em 2014) como considerando o contributo líquido do conteúdo importado (que deverá situar-se em 1,1 p.p., após cerca de 0,3 p.p. em 2014). O contributo das exportações para o crescimento do PIB em 2015 deverá aumentar (Gráfico 3) em termos brutos (para



**Gráfico 3 •**  
Contributos brutos e líquidos para o crescimento do PIB  
| Em pontos percentuais

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas (p) projetado; para cada ano são apresentadas duas barras: a da esquerda corresponde aos contributos brutos, e a da direita aos contributos líquidos de importações.

2,5 p.p., após 1,6 p.p. em 2014) e estabilizar líquido de importações (contributo de 0,6 p.p., após 0,7 p.p. em 2014).

### Aumento da capacidade de financiamento da economia

As projeções descritas anteriormente são consistentes com a continuação do processo de ajustamento do desequilíbrio externo acumulado na economia portuguesa. De facto, projeta-se um saldo conjunto da balança corrente e de capital de 2,3 por cento do PIB em 2015, valor superior em 0,3 p.p. ao verificado em 2014. Esta melhoria reflete principalmente a evolução da balança de bens e serviços, cujo excedente em percentagem do PIB deverá aumentar de 1,3 para 1,7 por cento. Esta evolução reflete em particular o dinamismo das exportações e um efeito de preço favorável associado à forte queda dos preços dos produtos petrolíferos.

### Aumento moderado de preços em 2015

Os preços no consumidor, medidos pelo Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor (IHPC), deverão aumentar 0,5 por cento em 2015, após uma diminuição de 0,2 por cento em 2014. O crescimento dos preços, ainda que moderado, reflete sobretudo a recuperação da atividade económica, num quadro de manutenção de reduzidas pressões inflacionistas quer internas quer externas. A aceleração dos preços em 2015 reflete a evolução da componente não energética, uma vez que a componente energética deverá apresentar uma queda mais acentuada que a observada no ano anterior. A aceleração dos preços da componente não energética, embora relativamente generalizada, é explicada em grande medida pelo aumento dos preços dos bens alimentares processados, refletindo um efeito de base associado à queda observada no ano anterior (Secção 7. Preços neste Boletim) e, em menor grau, pela aceleração dos preços dos serviços. Em sentido contrário, a componente energética do IHPC deverá apresentar uma redução de 3,1 por cento em

termos médios anuais, refletindo a queda do preço do petróleo em euros.

Após um diferencial negativo de 0,6 p.p. face à área do euro em 2014, os preços em Portugal deverão crescer 0,4 p.p. acima da média da área do euro em 2015, tendo por base as projeções divulgadas pelo BCE em Setembro.

### Projeção inalterada para a atividade e para a inflação face ao *Boletim Económico* de junho de 2015

Face às anteriores projeções apresentadas no *Boletim Económico* de junho, o crescimento do PIB em 2015 mantém-se inalterado, embora com algumas alterações de composição. O crescimento da procura interna é revisto em alta, enquanto os contributos das exportações e das importações são significativamente revistos em alta. Estas projeções têm implícita uma maior penetração das importações face ao anteriormente previsto, em particular no primeiro semestre. Neste contexto, o excedente da balança de bens e serviços é revisto em baixa em 0,4 pontos percentuais. Para a revisão da procura interna contribuiu principalmente a revisão em alta do consumo privado, refletindo o crescimento superior ao antecipado no primeiro semestre do ano.

A projeção para a inflação de 2015 não é revista face aos valores publicados no *Boletim Económico* de junho. Importa referir, no entanto, que a atual projeção aponta para uma queda dos preços dos bens energéticos mais acentuada (em linha com a revisão em baixa das hipóteses para o preço do petróleo) e para um maior crescimento dos preços dos serviços.

### Caixa 1 | Hipóteses do exercício de projeção

No que diz respeito ao enquadramento externo, as atuais hipóteses refletem a informação subjacente às últimas projeções do Banco Central Europeu divulgadas no boletim mensal de setembro de 2015, as quais antecipam uma desaceleração do comércio e do PIB a nível global em 2015. Neste contexto, a procura externa dirigida à economia portuguesa deverá apresentar uma ligeira desaceleração (de 4,7 em 2014 para 4,5 por cento em 2015), resultante do abrandamento da procura proveniente dos países extra-área do euro.

A evolução assumida para a taxa Euribor a 3 meses tem por base a taxa implícita nos contratos de futuros. Estes contratos apontam para a manutenção da taxa de juro de curto prazo em valores historicamente baixos ao longo de todo o ano, estimando-se uma variação nula no conjunto do ano de 2015. As hipóteses para as taxas de juro de longo prazo da dívida portuguesa baseiam-se numa estimativa da taxa implícita na dívida pública.

Em relação às taxas de câmbio assume-se a manutenção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação, o que se traduz numa depreciação significativa do euro em 2015 (em termos nominais efetivos e face ao dólar). No caso do preço do petróleo, a informação implícita nos mercados de futuros aponta para uma ligeira redução do preço em dólares na segunda metade do ano, superior à prevista no exercício de junho. No conjunto do ano de 2015 estima-se uma queda acentuada do preço do petróleo tanto em dólares (-44,1 por cento) como em euros (-32,7 por cento).

Face ao enquadramento internacional considerado no anterior exercício de projeção publicado no *Boletim Económico* de junho de 2015, as hipóteses relativas à procura externa e às taxas de juro são muito semelhantes, enquanto as hipóteses de preços do petróleo e matérias-primas não energéticas apontam para uma queda mais significativa que a anteriormente prevista. Por sua vez, as hipóteses referentes às taxas de câmbio apontam no sentido de uma depreciação do euro ligeiramente mais acentuada que a prevista anteriormente para 2015.

No que respeita às variáveis de finanças públicas, a projeção para 2015 incorpora a informação mais recente sobre a execução orçamental. Adicionalmente, de entre as medidas de política incluídas no Orçamento de Estado para 2015 e na atualização do Programa de Estabilidade e Crescimento para 2015-2019, foram incorporadas as já aprovadas (ou com elevada probabilidade de aprovação) e especificadas com detalhe suficiente, em conformidade com as regras utilizadas no âmbito dos exercícios do Eurosistema.

A atual estimativa para o consumo público em 2015 aponta para um crescimento de 0,1 por cento em termos reais. Esta evolução tem subjacente um aumento da despesa em bens e serviços, associada ao impacto no consumo intermédio de despesa com a aquisição de medicamentos, que apenas parcialmente compensa a redução esperada para a componente de despesas com pessoal. Face ao exercício anterior, a atual projeção representa uma revisão em alta do consumo público, refletindo uma hipótese de queda menos acentuada do número de funcionários das administrações públicas, que incorpora a informação sobre a evolução dos efetivos registada até ao final do primeiro semestre do ano. Note-se que a estimativa para a evolução das despesas com pessoal tem em conta o impacto da reversão parcial do corte salarial em vigor no setor público desde o início do ano, que se reflete positivamente no deflator do consumo público.

No que se refere ao investimento público, tal como no anterior exercício de projeção, assume-se para 2015 uma recuperação assinalável em termos reais, marcando a reversão da tendência de queda registada desde 2011.

## Quadro 2 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE outubro 2015		BE junho 2015
		2014	2015	2015
<b>Procura externa</b>	tva	4,7	4,5	4,5
<b>Taxa de juro</b>				
Curto prazo (Euribor a 3 meses)	%	0,2	0,0	0,0
Implícita da dívida pública	%	3,8	3,8	3,8
<b>Taxa de câmbio do euro</b>				
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	0,6	-9,8	-9,5
Euro-dólar	vma	1,33	1,11	1,12
<b>Preço do petróleo</b>				
em dólares	vma	98,9	55,3	63,8
em euros	vma	74,2	49,9	57,1

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

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



## TEMAS EM DESTAQUE

Transição demográfica e crescimento  
na economia portuguesa

As regras orçamentais europeias  
e o cálculo dos saldos estruturais



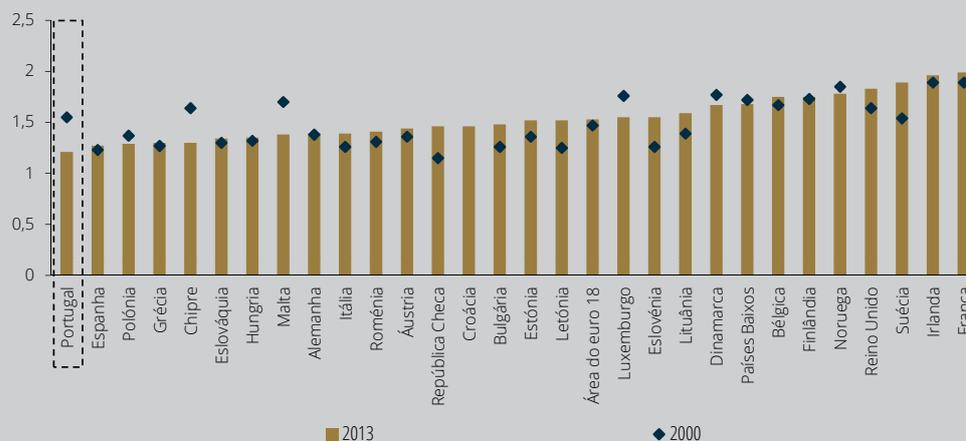
# Transição demográfica e crescimento na economia portuguesa

## 1. Introdução

À semelhança de outros países desenvolvidos, Portugal tem registado uma profunda alteração na sua estrutura etária, como resultado de baixos índices de fecundidade e de um aumento continuado da esperança média de vida. Em comparação com um conjunto amplo de países europeus, Portugal apresenta atualmente o mais baixo índice sintético de fecundidade<sup>1</sup> (Gráfico 1), situando-se a esperança média de vida no país em valores próximos da média da área do euro (Gráfico 2). Adicionalmente, o período mais recente foi caracterizado por uma inversão dos fluxos migratórios, que passaram a

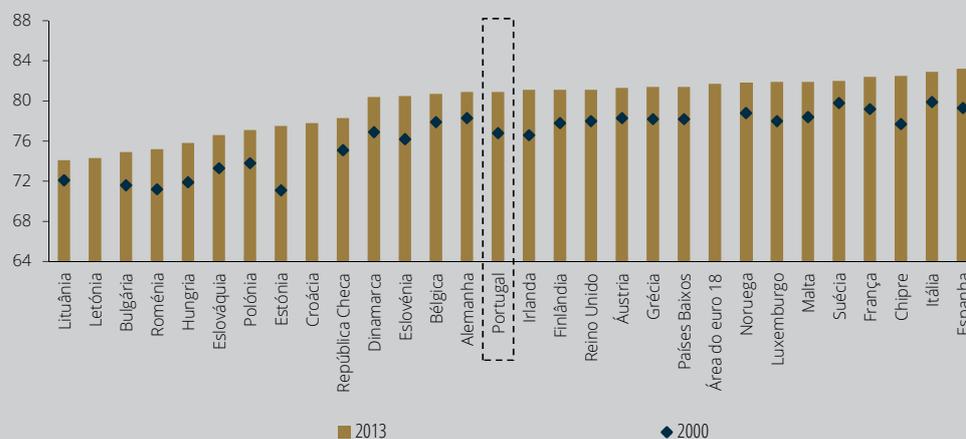
registar um saldo negativo (Gráfico 3). As projeções mais recentes para Portugal sugerem uma diminuição pronunciada da população e uma intensificação do seu envelhecimento no futuro, mesmo admitindo uma recuperação dos fluxos migratórios líquidos.

As alterações demográficas são fenómenos capazes de produzir alterações profundas nas estruturas sociais, económicas e políticas. Em particular, colocam-se questões relativamente ao impacto sobre as finanças públicas, designadamente ao nível das despesas com saúde, e, sobretudo, com pensões, ao efeito das alterações da estrutura etária dos eleitores na



**Gráfico 1 •**  
Índice sintético de fecundidade  
| N.º de filhos

Fonte: Eurostat.



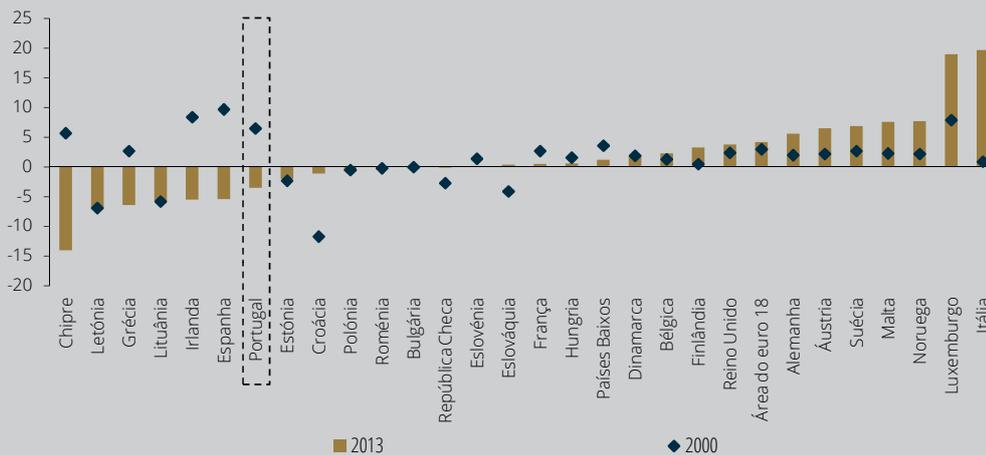
**Gráfico 2 •**  
Esperança média de vida à nascença  
| Anos

Fonte: Eurostat.

aprovação de algumas políticas e, de uma forma mais genérica, ao impacto sobre o crescimento económico. Entre estes domínios sobre os quais a evolução demográfica terá inevitavelmente repercussões, este artigo centra-se no impacto sobre o crescimento económico no longo prazo.

Em particular, é feita uma análise das principais tendências implícitas nas previsões demográficas e discute-se as suas implicações para o crescimento da economia portuguesa nas próximas décadas.

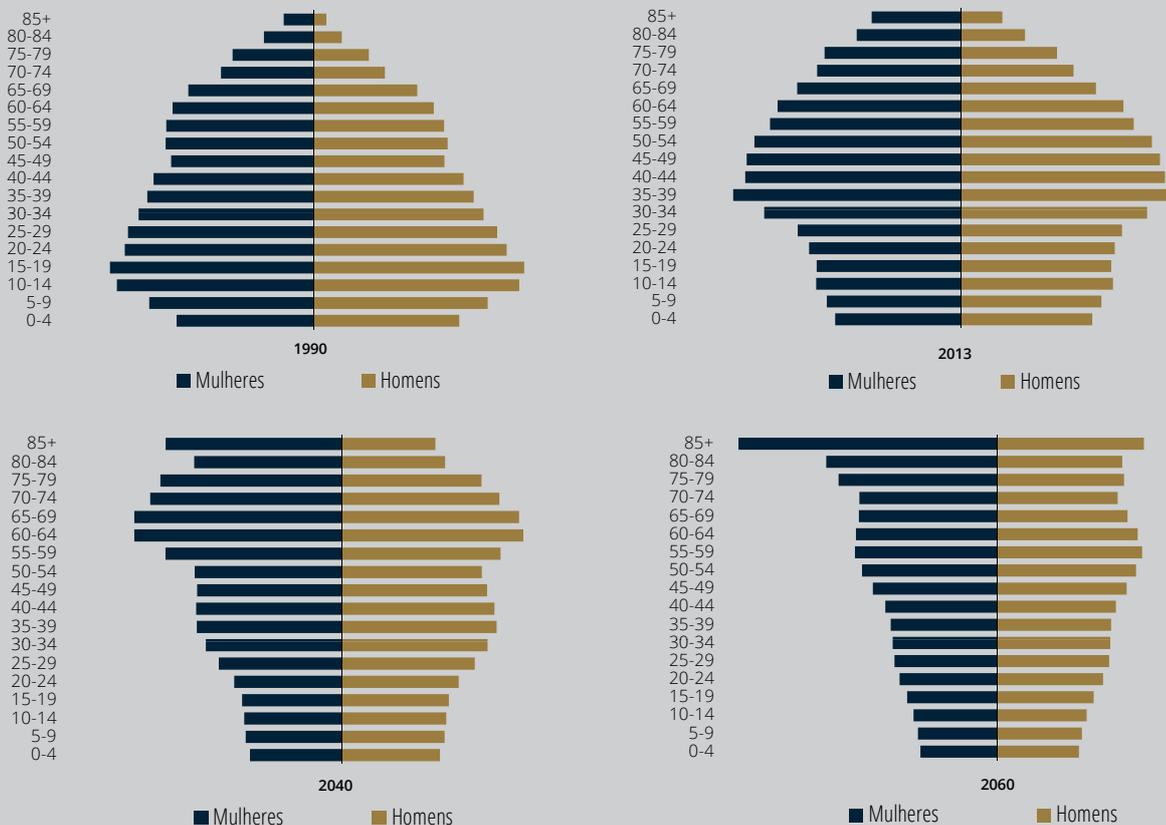
**Gráfico 3 • Saldo migratório**  
| Por mil habitantes



Fonte: Eurostat.

Nota: Indicador calculado com base na diferença entre a variação da população e o saldo natural.

**Gráfico 4 • Distribuição da população portuguesa por escalão etário**

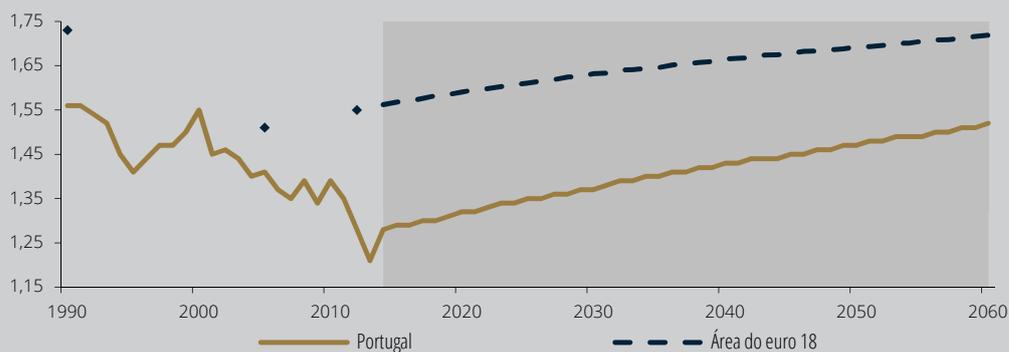


Fonte: Eurostat.

## 2. Projeções demográficas para 2014-2060

As projeções demográficas mais recentes do Eurostat para 2014-2060 (EUROPOP2013)<sup>2</sup> apontam para uma alteração pronunciada da estrutura etária da população portuguesa nas próximas

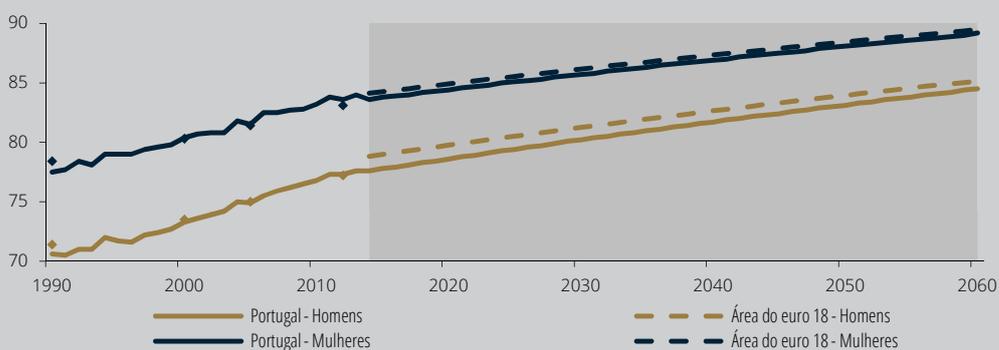
décadas (Gráfico 4). Esta evolução reflete baixos índices de fecundidade<sup>3</sup>, um aumento continuado da esperança média de vida e saldos migratórios positivos mas de pequena magnitude (Gráficos 5-7).



**Gráfico 5 •**  
Índice sintético de fecundidade  
| N.º de filhos

Fonte: Eurostat.

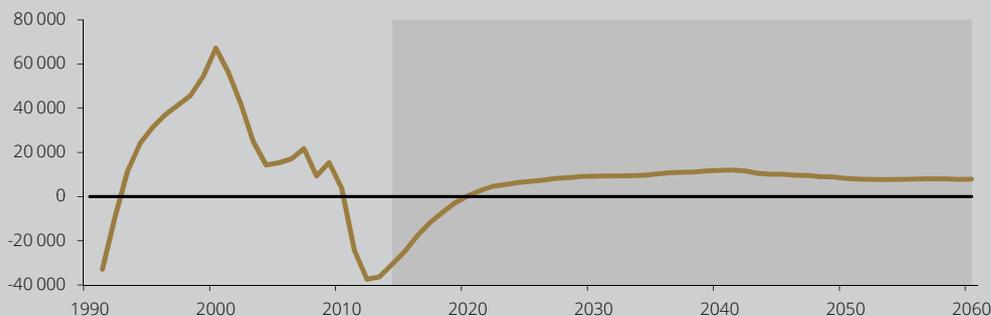
Nota: Para a área do euro, os dados históricos são médias simples enquanto as projeções são médias ponderadas, tal como apresentado em *European Commission* (2014). As projeções são elaboradas seguindo uma metodologia de cenário de convergência, com a hipótese de que, no muito longo prazo, os índices sintéticos de fecundidade de cada Estado-Membro convergem para os valores dos países do norte da Europa (*forerunners*).



**Gráfico 6 •**  
Esperança média de vida à nascença  
| N.º de anos

Fonte: Eurostat.

Nota: Para a área do euro, os dados históricos são médias simples enquanto as projeções são médias ponderadas, tal como apresentado em *European Commission* (2014). As projeções são elaboradas seguindo uma metodologia de cenário de convergência, com a hipótese de que, no muito longo prazo, as taxas de mortalidade de cada Estado-Membro convergem para os valores dos países do norte da Europa (*forerunners*).



**Gráfico 7 •**  
Migração líquida em Portugal  
| N.º de pessoas

Fonte: Eurostat.

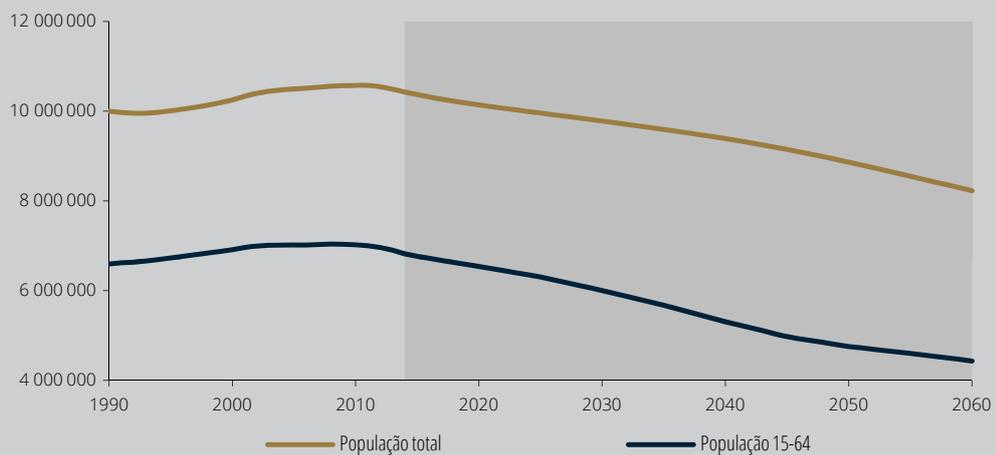
Nota: A metodologia de projeção baseia-se na tendência registada no passado para definir os níveis de convergência e a própria trajetória de recuperação no período pós-recessão. Os valores projetados ano a ano têm ainda em conta a estrutura etária da população residente no ano anterior de modo a acomodar parcialmente a necessidade adicional de imigração de população ativa derivada do envelhecimento da população.

Com base na dinâmica destas variáveis, as referidas projeções mostram uma redução gradual da população total para cerca de 8,2 milhões em 2060 (menos 22,5 por cento do que em 2013), refletindo fundamentalmente a evolução da população em idade ativa (15-64 anos), para a qual se projeta uma redução de 35,5 por cento entre 2013 e 2060 (Gráfico 8). Em simultâneo com o decréscimo populacional, prevê-se uma intensificação do envelhecimento, traduzida num aumento gradual do rácio de dependência de idosos<sup>4</sup> de 31 por cento em 2015 para 64 por cento em 2060 (Gráfico 9). A evolução deste

rácio reflete a combinação de um aumento acentuado da percentagem da população com idade superior a 65 anos com uma redução também bastante pronunciada da percentagem da população em idade ativa (Gráfico 10).

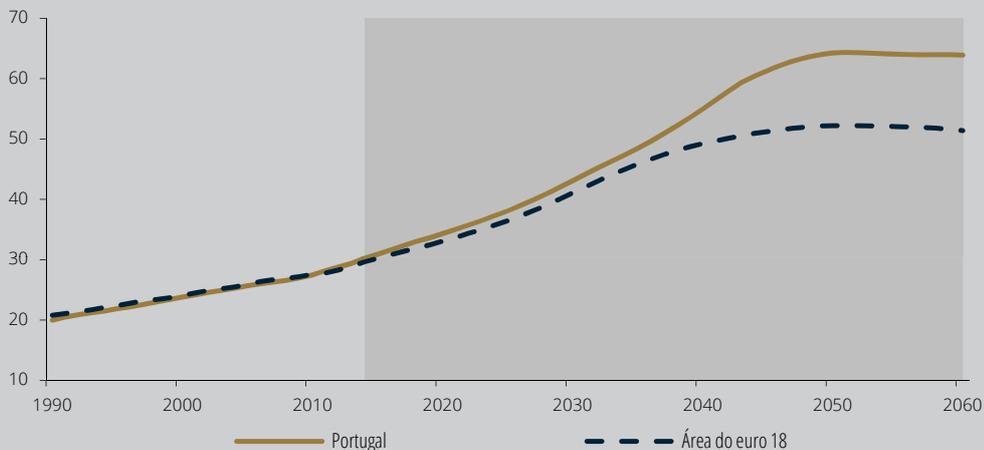
É interessante notar que, de acordo com estas projeções, o pico em termos de população e de população ativa terá ocorrido por volta de 2010. Adicionalmente, o rácio de dependência de idosos terá igualmente iniciado uma aceleração em torno desse período. O impacto do envelhecimento populacional é assim uma questão presente e não unicamente de longo prazo.

**Gráfico 8 •**  
População total e  
população  
em idade ativa  
em Portugal  
| N.º de pessoas



Fonte: Eurostat.

**Gráfico 9 •**  
Rácio de  
dependência  
de idosos  
| Em percentagem

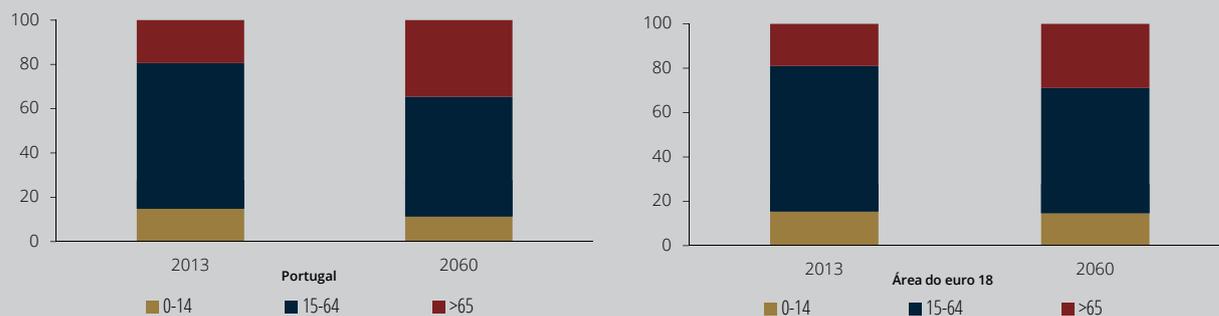


Fonte: Eurostat.

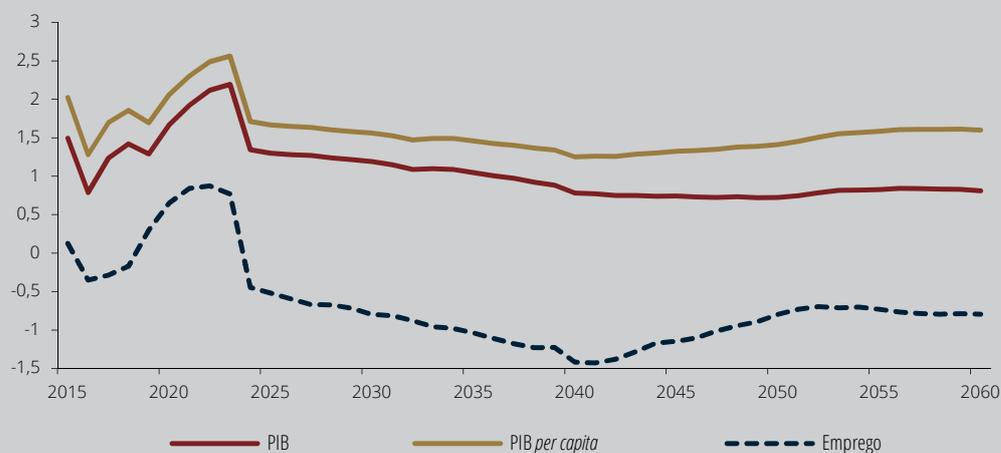
Esta evolução demográfica tem, inevitavelmente, implicações para o emprego e para a taxa de crescimento da economia portuguesa. De acordo com as projeções da Comissão Europeia para Portugal<sup>9</sup>, o emprego apresentará uma taxa de variação negativa a partir de 2024 (Gráfico 11). Esta evolução reflete, fundamentalmente, as perspetivas para a evolução da população em idade ativa. De notar, no entanto, que esta será parcialmente compensada pela subida gradual da taxa de participação até cerca de 2040 e pela diminuição da taxa de desemprego no mesmo período. No que diz respeito à

taxa de crescimento anual do Produto Interno Bruto (PIB), as projeções da Comissão Europeia apontam para que esta diminua gradualmente de 1,5 por cento em 2015-2024 para cerca de 0,8 por cento no final do horizonte considerado (Gráfico 11). Em termos *per capita*, as projeções apontam para a manutenção de um crescimento em torno de 1,5 por cento a partir de 2025. A metodologia subjacente a estas projeções é apresentada no Anexo 1.

**Gráfico 10 • Distribuição da população por escalão etário | Em percentagem**



Fonte: Eurostat.



**Gráfico 11 • PIB, PIB *per capita* e emprego | Taxa de crescimento anual, em percentagem**

Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal.

### 3. Impacto no crescimento económico: metodologia

O impacto da transição demográfica no crescimento económico pode ser abordado em diferentes perspetivas. Nesta análise optou-se por uma perspetiva de contabilidade de crescimento em detrimento de uma análise mais complexa assente num modelo macroeconómico. Este exercício constitui portanto uma primeira aproximação do impacto da transição demográfica no crescimento e não uma análise exaustiva que tome em conta a interação entre diferentes fatores de crescimento.

Como ponto de partida, considerou-se uma função de produção *Cobb-Douglas* com a seguinte especificação:

$$Y = A(hL)^\alpha K^{1-\alpha}$$

em que  $Y$  representa o PIB real,  $A$  corresponde à produtividade total dos fatores (*TFP*),  $h$  ao nível de capital humano medido pelo número médio de anos de escolaridade da força de trabalho,  $L$  à quantidade de fator trabalho,  $K$  ao *stock* de capital e  $\alpha$  à elasticidade do PIB em relação ao fator trabalho. Ao utilizar uma função de produção *Cobb-Douglas* assume-se que a elasticidade de substituição entre fatores é unitária<sup>6</sup>.

Logaritmizando e tomando a primeira diferença, o crescimento do PIB *per capita* pode ser escrito como:

$$\left(\frac{\widehat{Y}}{\widehat{P}}\right) = \widehat{A} + \alpha \widehat{h} + \alpha \left(\frac{\widehat{L}}{\widehat{P}}\right) + (1 - \alpha) \left(\frac{\widehat{K}}{\widehat{P}}\right)$$

onde  $P$  corresponde à população total.

Por forma a isolar o impacto da evolução demográfica em sentido estrito, o emprego *per capita* pode, ainda, ser decomposto em:

$$\frac{L}{P} = \frac{L}{P_A} \times \frac{P_A}{P_{15-64}} \times \frac{P_{15-64}}{P}$$

onde  $P_A$  corresponde à população ativa e  $P_{15-64}$  à população com idade entre 15 e 64 anos.

O *stock* de capital *per capita* pode ser decomposto em:

$$\frac{K}{P} = \frac{K}{L} \times \frac{L}{P}$$

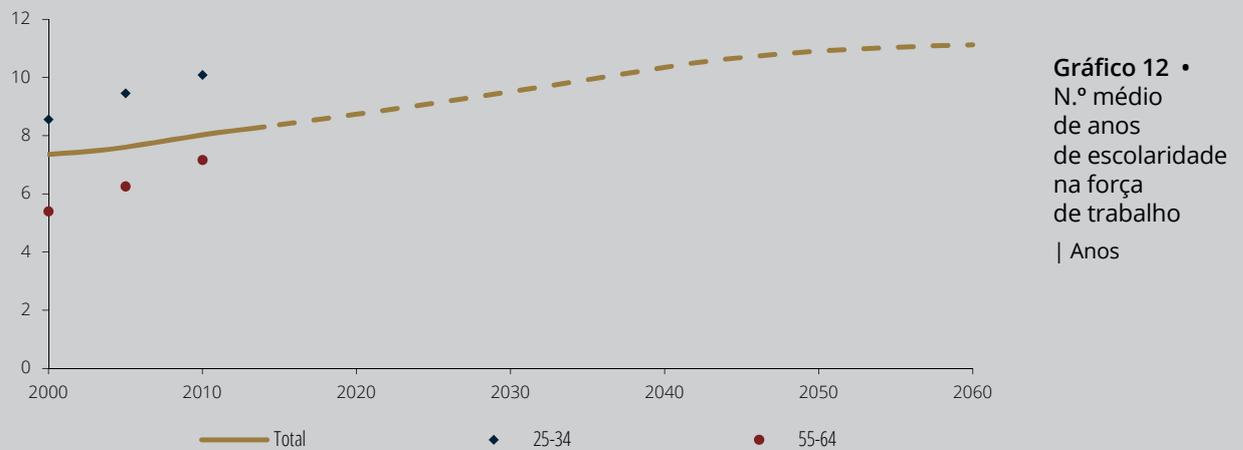
Desta forma, o crescimento do PIB *per capita* pode ser decomposto nos seguintes contributos:

$$\begin{aligned} \left(\frac{\widehat{Y}}{\widehat{P}}\right) &= \underbrace{\widehat{A}}_{TFP} + \underbrace{\alpha \widehat{h}}_{\text{Capital humano}} + \underbrace{\left(\frac{\widehat{L}}{\widehat{P}_A}\right)}_{\text{Taxa de emprego}} + \underbrace{\left(\frac{\widehat{P}_A}{\widehat{P}_{15-64}}\right)}_{\text{Taxa de atividade}} \\ &+ \underbrace{\left(\frac{\widehat{P}_{15-64}}{\widehat{P}}\right)}_{\text{Demografia pura}} + \underbrace{(1 - \alpha) \left(\frac{\widehat{K}}{\widehat{L}}\right)}_{\text{Stock de capital por trabalhador}} \end{aligned}$$

Neste artigo, optou-se por focar a análise no contributo do capital humano, da taxa de emprego, da taxa de atividade e da demografia pura, não analisando o contributo das outras duas componentes (*TFP* e *stock* de capital por trabalhador).

No que se refere à elasticidade  $\alpha$ , esta é aproximada pelo peso médio histórico das remunerações do fator trabalho no valor acrescentado, sendo igual a 0,647.

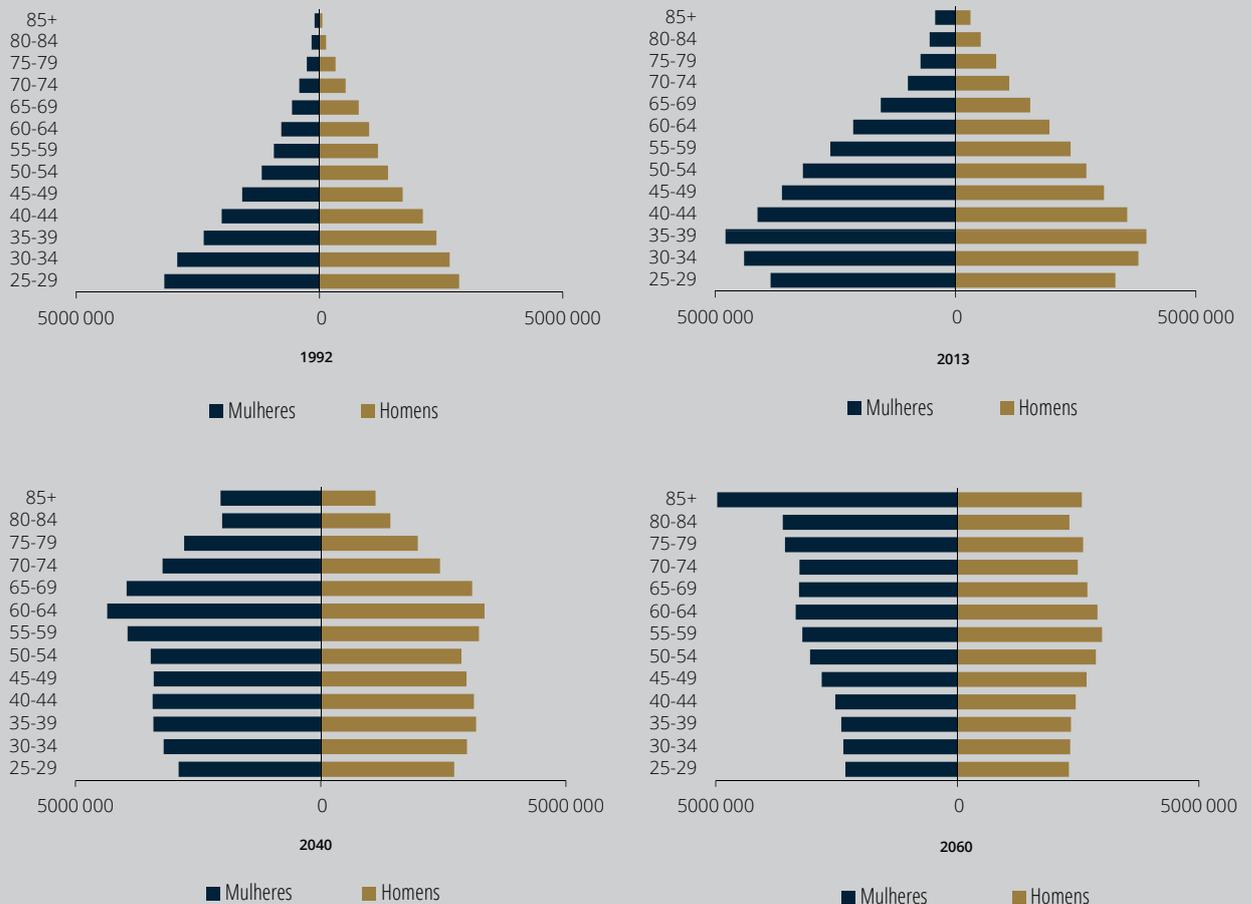
Quanto ao capital humano, assume-se que o número médio de anos de escolaridade na força de trabalho continuará a aumentar, convergindo para cerca de 11 anos em 2060 (Gráfico 12). Esta evolução resulta do facto de o nível de capital humano em Portugal ser bastante reduzido em comparação com outros países desenvolvidos. Em particular, em 2013 o número médio de anos de escolaridade em Portugal era igual a oito, em comparação com uma média de onze anos na área do euro<sup>8</sup>. Como resultado desta convergência, é expectável que se verifique uma alteração significativa na distribuição do número de anos de escolaridade em cada escala etária nas próximas décadas (Gráfico 13). A qualidade do capital humano, embora relevante, não é tida em conta na análise devido à sua difícil quantificação, em particular no contexto de um cenário de projeção.



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

Notas: Para os escalões 25-34 e 55-64, o número médio de anos de escolaridade foi calculado a partir dos dados de Barro e Lee (2013). Para o total, as séries desta fonte foram anualizadas e prolongadas até 2014 utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego dos Quadros de Pessoal (até 2012) e do Inquérito ao Emprego do INE (para 2013 e 2014). A partir de 2015, assume-se a convergência para 11 anos de escolaridade em 2060.

**Gráfico 13 •** Número de anos de escolaridade em cada escalão etário | População x n.º médio de anos de escolaridade



Fontes: Eurostat, Inquérito ao Emprego do INE (para 1992 e 2013) e cálculos do Banco de Portugal.

Para a demografia pura, taxa de emprego e taxa de atividade, foram usadas as projeções de longo prazo do *Eurostat* e da Comissão Europeia referidas anteriormente. A definição de população ativa corresponde à utilizada nestas projeções (população com idade compreendida entre os 15 e os 64 anos)<sup>9</sup>.

Atendendo à elevada incerteza associada às projeções dos fluxos migratórios líquidos<sup>10</sup>, numa primeira fase utilizaram-se as projeções do cenário de referência e posteriormente repetiu-se o exercício com cenários alternativos. No entanto, estes cenários apenas têm em conta o número de pessoas que determinam o saldo migratório, não considerando o nível de qualificação das mesmas. A esta limitação acrescem as questões de endogeneidade inerentes ao exercício. Como tal, a interpretação dos resultados deve ser cautelosa.

#### 4. Impacto no crescimento económico: resultados

##### 4.1. Cenário de referência

O gráfico 14 apresenta o contributo de cada uma das componentes em análise para o crescimento do PIB *per capita* no período 2015-2060. O gráfico 15 apresenta estes contributos em termos acumulados para o mesmo período.

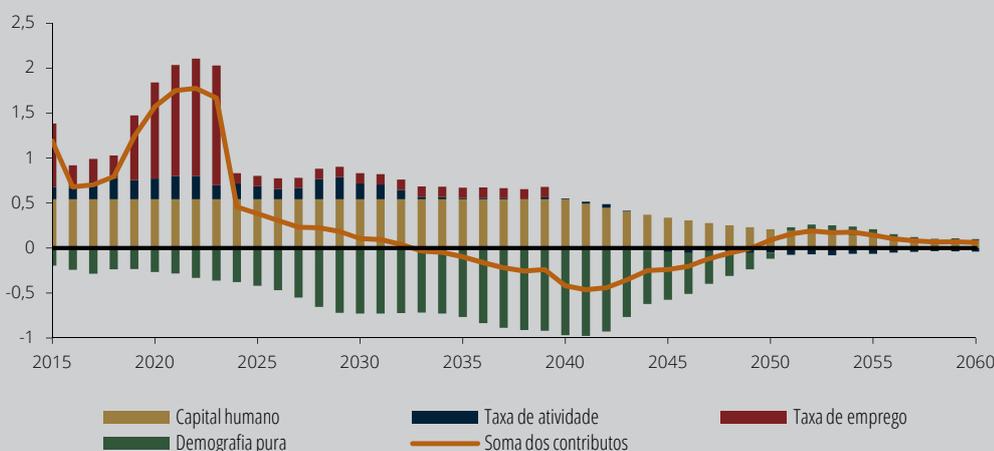
Uma conclusão imediata é a de que a evolução demográfica pura, medida pelo rácio entre a população 15-64 e a população total, tem um contributo negativo e bastante acentuado para o crescimento do PIB *per capita* até cerca de 2050, mais pronunciado até ao início dos anos 2040. Em termos acumulados, este contributo ascende a -19,5 p.p. em 2050 e a -19,0 p.p. em 2060.

Em contrapartida, com base nas hipóteses anteriormente explicitadas, é expectável que o contributo do capital humano compense em grande parte o contributo negativo da demografia pura durante este período. Em termos acumulados, o seu contributo ascende a 16,9 p.p. em 2050 e a 18,2 p.p. em 2060.

No que diz respeito à taxa de emprego, o seu contributo é particularmente forte nos primeiros dez anos, refletindo uma redução da taxa de desemprego de 14,8 por cento em 2015 para 8,9 por cento em 2025. Posteriormente, esse contributo torna-se relativamente reduzido, tal como o da taxa de atividade ao longo de todo o período.

A conclusão essencial a retirar da análise é a de que, em Portugal, o impacto adverso no crescimento resultante da evolução demográfica irá coexistir com um impacto favorável decorrente da maior qualificação da força de trabalho,

**Gráfico 14 •**  
Contributos para o crescimento do PIB *per capita*  
| Pontos percentuais



Fontes: Comissão Europeia, *Eurostat* e cálculos do Banco de Portugal.

sendo que este último deverá mesmo dominar em valor absoluto até cerca de 2025. Em termos do processo de convergência do PIB *per capita* com a média da área do euro, importa sublinhar que o aumento dos níveis de capital humano em Portugal será decisivo, num quadro em que o processo de envelhecimento populacional irá igualmente caracterizar o conjunto da área do euro (Gráfico 9).

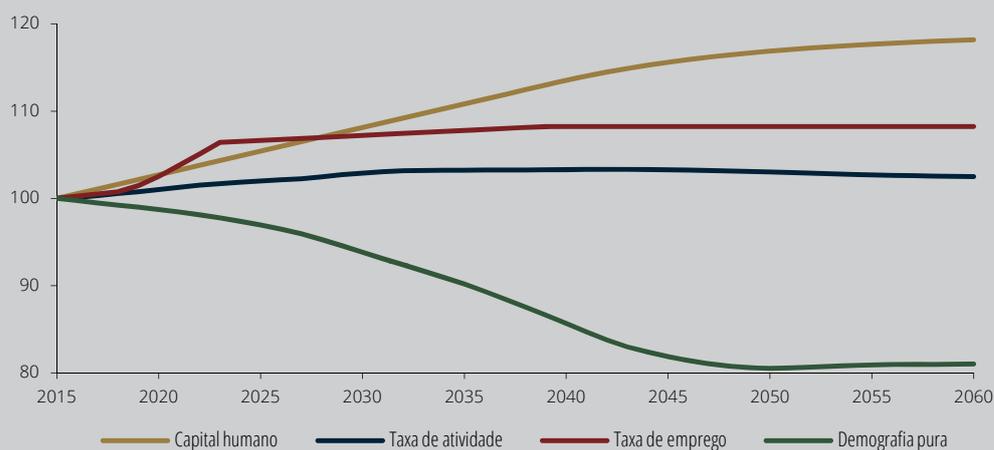
#### 4.2. Cenários alternativos

Atendendo à elevada incerteza associada às projeções demográficas, e em particular aos fluxos

migratórios líquidos, foram considerados dois cenários alternativos ao cenário de referência.

Em primeiro lugar, repetiu-se o exercício utilizando as projeções populacionais do *Eurostat* para um cenário com migração líquida igual a zero a partir de 2015. Dado que não existem projeções para o emprego e para a população ativa sob esta hipótese, considerou-se um cenário em que o saldo migratório estaria totalmente integrado no emprego.

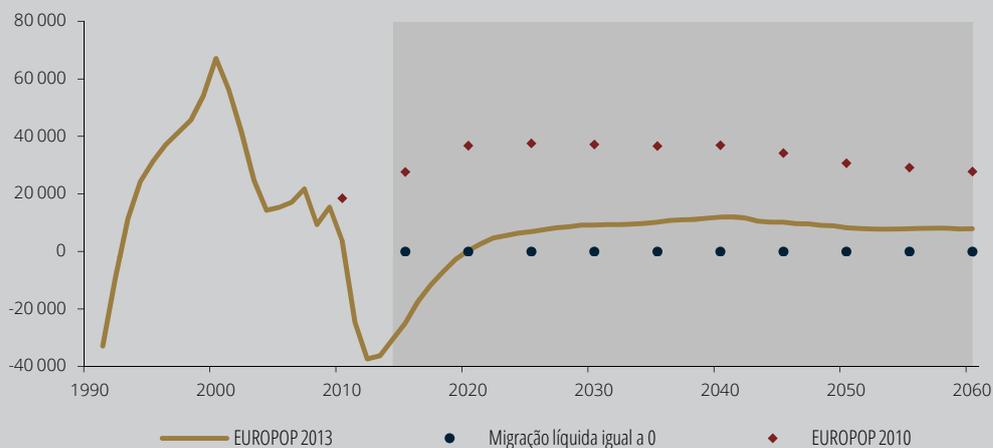
Em segundo lugar, considerou-se um cenário com um perfil de migração líquida superior. Nesse sentido, utilizaram-se as projeções do



**Gráfico 15 •**  
Contributos  
para o crescimento  
do PIB *per capita*  
– acumulado  
2015-2060  
| Pontos percentuais

Fontes: Comissão Europeia, *Eurostat* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: 2015=100.



**Gráfico 16 •**  
Migração  
líquida  
em Portugal  
– cenários  
alternativos  
| N.º de pessoas

Fonte: *Eurostat*.

*Eurostat* efetuadas em 2011 tendo como ano base 2010 (*EUROPOP2010*), as quais previam fluxos migratórios líquidos substancialmente mais elevados (Gráfico 16)<sup>11</sup>.

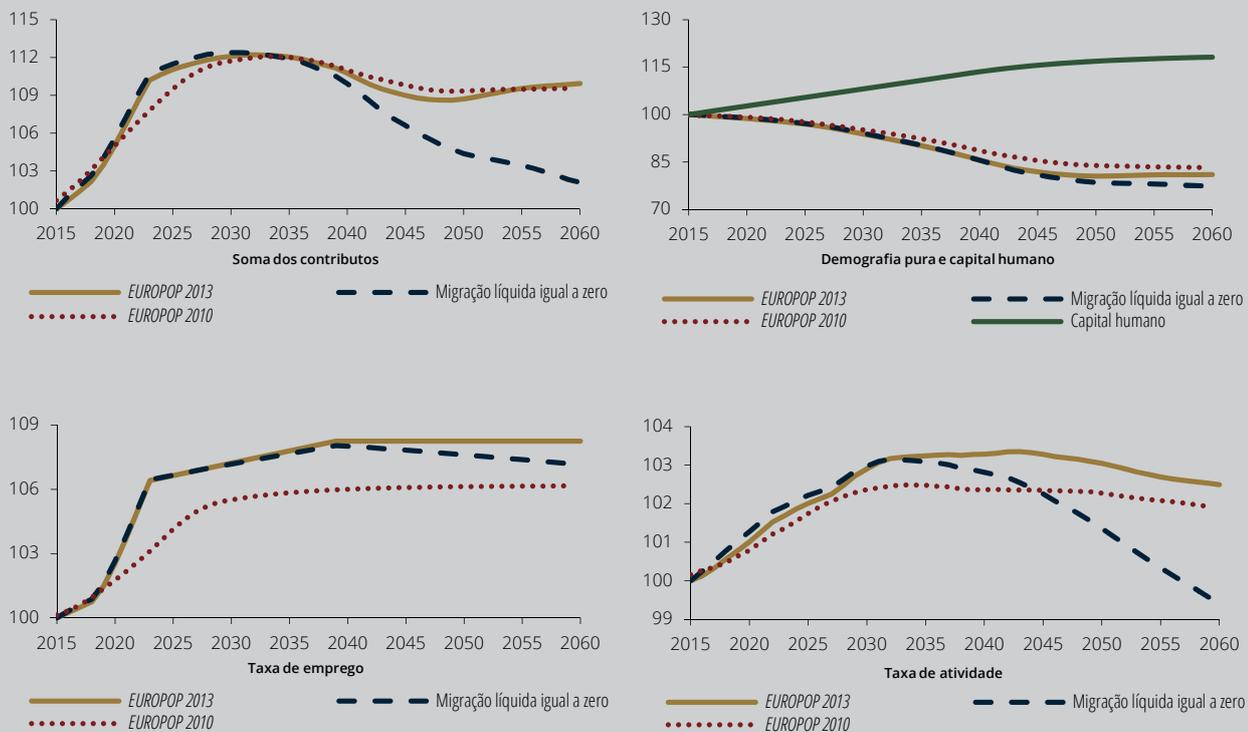
Os resultados destes exercícios alternativos são apresentados no gráfico 17. Em ambos os cenários, a evolução demográfica continua a ter um impacto negativo e bastante pronunciado no PIB *per capita*. Em termos acumulados para 2015-2060, este contributo varia entre -22,6 p.p. no cenário com migração líquida igual a zero e -16,7 p.p. no cenário do *EUROPOP2010*.

Relativamente à soma líquida das componentes em análise, o cenário do *EUROPOP2010* apresenta um contributo acumulado inferior até cerca de 2035, pois estas projeções assumiam uma recuperação mais lenta do emprego,

partindo de valores mais elevados no ano base. Já o cenário com migração líquida igual a zero apresenta um contributo acumulado inferior a partir dessa data que se deve, essencialmente, a um contributo mais negativo da parte demográfica pura e a um contributo negativo da taxa de atividade (sendo que este último contributo resulta da hipótese de que o saldo migratório faria parte do emprego).

Independentemente das diferenças entre cenários, os resultados sugerem que, em termos acumulados, o contributo positivo do capital humano compensará em grande parte o contributo negativo da alteração da estrutura demográfica. Como tal, este resultado mantém-se de uma forma geral nos diversos cenários quanto aos fluxos migratórios.

**Gráfico 17 • Contributos para o crescimento do PIB *per capita* – acumulado 2015-2060 – cenários alternativos**  
| Pontos percentuais



Fontes: Comissão Europeia, *Eurostat* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: 2015=100.

Se somarmos a estes contributos a taxa de crescimento da população por forma a obter a soma dos contributos para o PIB, a diferença entre cenários é muito mais acentuada, refletindo projeções muito diferentes para a evolução da população (Gráficos 18 e 19). Em termos acumulados até 2060, a soma dos contributos em análise varia entre 5,3 p.p. no cenário do *EUROPOP2010* e -26,3 p.p. no cenário com migração líquida igual a zero, sendo de -13,3 p.p. no cenário de referência.

### 5. Políticas e questões para discussão

Se o envelhecimento da população é uma tendência inelutável, partilhada pela generalidade dos países desenvolvidos e emergentes, o impacto económico do elevado grau de contração e envelhecimento da população projetado para Portugal deverá ser mitigado por um conjunto adequado de políticas públicas.

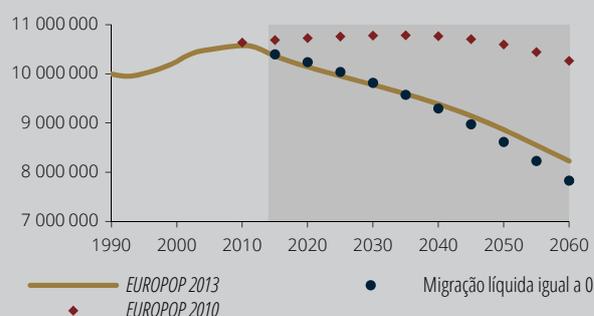
O necessário aperfeiçoamento do quadro institucional, normativo e fiscal que baliza a atividade dos agentes económicos e o aumento da qualidade da despesa pública requerem medidas que, em vários casos, podem ser mais difíceis de aprovar por um eleitorado mais envelhecido.

Esta consideração acentua a urgência da consensualização e aprovação das orientações de política que são necessárias a uma resposta bem-sucedida aos desafios da demografia no longo prazo.

Este artigo sublinha a importância das políticas de educação como efeito mitigante da evolução demográfica, merecendo, por isso, (ainda mais) atenção. Adicionalmente, as políticas de apoio à natalidade (Caixa 1), políticas de atração (e se necessário de integração) de trabalhadores do exterior e a revisão das políticas de emprego, em particular nos últimos escalões da população ativa, terão igualmente um papel relevante.

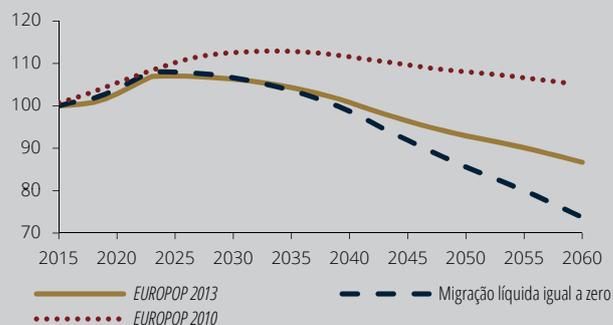
Estas políticas devem ser credíveis e continuadas no tempo, pois o seu sucesso depende em larga medida das expectativas dos agentes. Além disso, devem ser concebidas de uma forma integrada e conjugadas com reformas estruturais que aumentem a produtividade, nomeadamente no que se refere à mobilidade de fatores, à inovação e à concorrência nos mercados do produto. Em última análise, a acomodação dos efeitos das tendências demográficas tem que ser feita pela via de um crescimento sustentado da produtividade total dos fatores.

**Gráfico 18 • População total em Portugal**  
| N.º de pessoas



Fonte: Eurostat.

**Gráfico 19 • Soma dos contributos para o crescimento do PIB – acumulado 2015-2060 – cenários alternativos**  
| Pontos percentuais



Fontes: Comissão Europeia, Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: 2015=100.

### Caixa 1 | Políticas de apoio às famílias e o seu impacto na fecundidade – comparação internacional

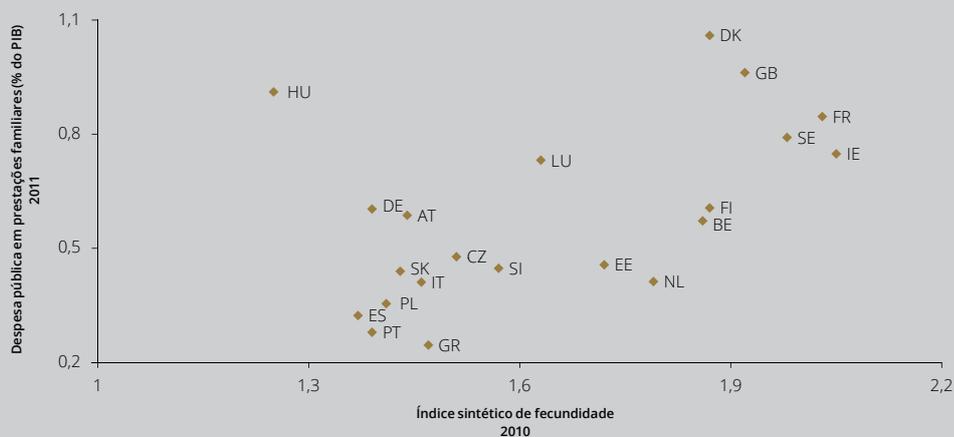
O incentivo à natalidade constitui um tópico recorrente no debate económico, em particular em países com baixos índices sintéticos de fecundidade persistentes, como é o caso de Portugal. Neste contexto, a investigação tem procurado perceber até que ponto as políticas de apoio às famílias podem ter um impacto positivo na fecundidade.

Grande parte das análises toma como ponto de partida o modelo económico desenvolvido por Becker (1960), no qual o número ideal de filhos depende, para um dado nível de rendimento, tanto das preferências individuais como de custos diretos e indiretos associados aos mesmos. Os custos diretos dos filhos dizem respeito a despesas correntes, por exemplo em alimentação, ao passo que os custos indiretos relacionam-se com perdas de rendimento incorridas pelos pais, por exemplo se estes reduzirem a sua participação no mercado de trabalho.

As políticas de apoio às famílias servem um conjunto de objetivos que se estendem para além do incentivo à natalidade, como o apoio ao bem-estar e desenvolvimento das crianças, a redução de potenciais disparidades em termos de qualidade de vida entre famílias com ou sem crianças, a redução da pobreza infantil e o fomento da igualdade de género e da participação no mercado de trabalho. Mesmo que não tenham como objetivo direto o apoio à natalidade, estas políticas podem ter um efeito positivo na fecundidade pelo facto de reduzirem os custos privados associados a ter filhos. Alternativamente, estas políticas podem resultar num aumento do investimento nos filhos já existentes, por exemplo em educação (*trade-off* quantidade-qualidade descrito em Becker (1960)).

Em termos gerais, os países com índices sintéticos de fecundidade mais altos apresentam geralmente níveis relativamente mais elevados de despesa pública em prestações familiares (Gráfico 1). Por exemplo, Portugal apresentava em 2010 um dos mais baixos índices sintéticos de fecundidade da União Europeia e simultaneamente um nível relativamente reduzido destas despesas.

**Gráfico 1 • Despesa pública em prestações familiares (em % do PIB) e índice sintético de fecundidade**



Fontes: Eurostat, OCDE (*Family Database*) e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: O gráfico inclui os países da União Europeia que pertencem à OCDE. A despesa pública em prestações familiares diz respeito à soma de prestações pecuniárias, prestações em serviços e benefícios fiscais. Esta foi ajustada pelo peso da população com idade entre os 0 e os 18 anos em cada país.

Adicionalmente, a existência de países com políticas substancialmente diferentes (como os países anglo-saxónicos face aos países nórdicos<sup>12</sup>) mas com índices sintéticos de fecundidade semelhantes sugere que diferentes combinações de políticas podem atingir objetivos semelhantes (Quadro 1).

Porém, na literatura empírica não existe um consenso relativamente a uma possível causalidade entre políticas de apoio às famílias e fecundidade (para um resumo da literatura, ver Thénevon e Gauthier (2011) e Luci-Greulich e Thénevon (2013)). De facto, existe evidência de que estas políticas reduzem significativamente os custos diretos e indiretos associados aos filhos, mas o seu impacto na fecundidade é relativamente limitado. Em particular, embora a literatura sugira que estas políticas podem influenciar o momento do nascimento, o impacto ao nível do número total de filhos é mais controverso.

Apesar da diversidade de resultados, a literatura aponta algumas conclusões gerais relativamente ao impacto dos diferentes tipos de instrumentos. Em primeiro lugar, o impacto da duração das licenças parentais é bastante ambíguo, com estudos com resultados muito contraditórios. Em segundo lugar, existe alguma evidência de que as transferências financeiras como um todo possam ter um impacto positivo, de pequena magnitude, na fecundidade, embora grande parte do mesmo se deva a uma antecipação do nascimento. Por fim, a disponibilidade e o nível de preços de estruturas de acolhimento de crianças até aos três anos parece ter um impacto mais decisivo ao facilitar a articulação da vida familiar com a participação no mercado de trabalho.

Independentemente do tipo de instrumento, a literatura destaca a importância da existência de um conjunto diversificado de políticas que permita um apoio coerente e continuado às famílias. A este respeito, destacam-se as políticas seguidas nas últimas décadas em França, as quais procuram fornecer um apoio abrangente e continuado durante toda a infância. Um exemplo destas políticas é o financiamento de creches que ficam disponíveis logo após o final da licença de maternidade e com horários relativamente alargados (para uma descrição das políticas seguidas nas últimas décadas em França e para uma análise do seu impacto na fecundidade, ver Letablier (2008) e Thénevon (2009)).

Em suma, a literatura identifica que algumas políticas podem incentivar a natalidade. No entanto, existe elevada incerteza em torno do impacto causal das mesmas. Parte desta incerteza resulta da complexidade associada à análise da questão, designadamente pelo facto de as políticas interagirem entre si e com as circunstâncias culturais, sociais e institucionais específicas de cada país e devido à dificuldade em avaliar a sua coerência e efeitos em termos intertemporais.

**Quadro 1 • Políticas de apoio às famílias – comparação internacional**

	Licença total remunerada para mães – semanas (equivalente a tempo inteiro)	Despesa pública em prestações familiares - % do PIB						<i>Por memória: índice sintético de fecundidade</i>	
		Pecuniárias			Serviços				
		Total	Abonos	Licenças	Total	Creches, ensino pré-primário e cuidados infantis	Benefícios fiscais		
	2014	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2010	2013
França	20,8	1,6	1,2	0,3	1,4	1,2	0,7	2,0	2,0
Irlanda	9,0	2,9	1,4	0,2	1,0	0,5	0,1	2,1	2,0
Suécia	43,7	1,5	0,7	0,7	2,1	1,6	0,0	2,0	1,9
Reino Unido	12,1	2,6	0,8	0,3	1,4	1,1	0,3	1,9	1,8
Noruega	36,1	1,3	0,5	0,6	1,8	1,2	0,1	2,0	1,8
Alemanha	34,7	1,2	0,9	0,2	1,0	0,5	0,9	1,4	1,4
Itália	25,2	0,7	0,4	0,2	0,8	0,6	0,5	1,5	1,4
Espanha	16,0	0,5	0,2	0,2	0,8	0,6	0,1	1,4	1,3
<b>Portugal</b>	<b>20,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>

Fontes: Eurostat e OCDE (*Family Database*).

## Anexo 1 Metodologia da Comissão Europeia para a projeção do crescimento do PIB potencial

A metodologia da Comissão Europeia para a projeção do crescimento do PIB potencial assenta na abordagem da função de produção (*Cobb-Douglas* com especificação *standard* de rendimentos constantes à escala e quociente do rendimento do fator trabalho fixado em 0,65)<sup>13</sup>. São projetadas as componentes tendenciais da produtividade total dos fatores (*TFP*) e do emprego, sendo que se assume que o *stock* de capital ajusta no longo prazo.

Cada uma destas componentes é projetada tendo em conta: i) os valores históricos observados desde meados dos anos sessenta; ii) as projeções de médio prazo 2016-2023 baseadas nas projeções de primavera 2014 da Comissão Europeia para 2014 e 2015 (metodologia T+10 apresentada em D'Auria *et al.* (2014)) e iii) hipóteses de projeção para o período de mais longo prazo 2024-2060.

O crescimento da *TFP* até 2023 é projetado recorrendo ao Filtro de *Kalman* e a partir daí é aplicada a abordagem de convergência real para 1 por cento em 2060.

O emprego é projetado de forma residual, após a projeção das taxas de participação e de desemprego. As taxas de atividade por idade e género são projetadas de acordo com um modelo de simulação *cohort simulation model* baseado no cálculo das probabilidades médias de entrada e saída do mercado de trabalho observadas nos últimos 10 anos (com mecanismos de correção para acomodar o aumento do número de anos de escolaridade e o adiamento da idade de reforma). A taxa de desemprego converge até 2018 (ano em que se assume o fecho do hiato do produto para todos os Estados-Membros) para a *NAWRU* (usada como *proxy* para a taxa de desemprego estrutural) e até 2040 converge para o mínimo entre a “âncora” de cada Estado-Membro, calculada pela Comissão Europeia para correção de efeitos contra cíclicos, e a

mediana ponderada na União Europeia (7,5 por cento, que constitui a restrição ativa para Portugal). A partir de 2040, a taxa de desemprego mantém-se constante.

O *stock* de capital ajusta para a trajetória de *steady state* de acordo com a *regra do capital*: o *stock* de capital por hora trabalhada (*capital deepening*) cresce ao mesmo ritmo que o progresso tecnológico do fator trabalho, *i.e.*, o rácio do *stock* de capital em relação ao trabalho medido em unidades de eficiência mantém-se constante. Dado que se assume que o crescimento da *TFP* converge para 1 por cento e o quociente do rendimento do fator trabalho é 0,65, conclui-se que, no longo prazo, a contribuição do *capital deepening* para o crescimento da produtividade do trabalho é de 0,5 por cento e o crescimento da produtividade total do trabalho é de 1,5 por cento.

## Referências

- Almeida, V. e Félix, R.**, 2006, "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico*, Outono, pp. 75-92
- Barro, R. J. e Lee, J. W.**, 2013, "A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010", *Journal of Development Economics*, 104(C), pp. 184-198
- Becker, G.**, 1960, "An economic analysis of fertility", *Demographic and economic change in developed countries*, pp. 225-256
- D' Auria, F. et al.**, 2014, "The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps", *European Economy Economic Papers*, 420
- European Commission**, 2014, "The 2015 ageing report: underlying assumptions and projection methodologies", *European Economy*, 8
- European Commission**, 2015, "The 2015 ageing report: economic and budgetary projections for the EU28 Member States (2013-2060)", *European Economy*, 3
- Gauthier, A. H.**, 2002, "Family policies in industrialized countries: is there convergence?", *Population*, 57(2), pp. 447-474
- Gornick, J., Meyres, M. e Ross, K.**, 1997, "Supporting the employment of mothers: policy variation across the fourteen welfare states", *Journal of European Social Policy*, 7(1), pp. 45-70
- Letablier MT**, 2008, "Why France has high fertility: The impact of policies supporting parents", *The Japanese Journal of Social Security Policy*, 7(2), pp. 41-56
- Luci-Greulich, A. e Thénevon, O.**, 2013, "The impact of family policies on fertility trends in developed countries", *European Journal of Population*, 29 (4), pp. 387-416
- Thénevon, O. e Gauthier, A.**, 2011, "Family policies in developed countries: a 'fertility-booster' with side-effects", *Community Work and Family*, 14(2), pp. 197-216
- Thénevon, O.**, 2009, "Does fertility respond to work and family-life reconciliation policies in France", *Fertility and Public Policy: How to Reverse the Trend of Declining Birth Rates*, chapter 10
- Thénevon, O.**, 2011, "Family policies in OECD countries: a comparative analysis", *Population and Development Review*, 37(1), pp. 57-87
- United Nations**, 2014, "Human Development Report 2014"

## Notas

1. O índice sintético de fecundidade corresponde ao número médio de crianças nascidas por mulher, admitindo que ao longo da sua idade fértil (dos 15 aos 49 anos de idade) se verificam as taxas de fecundidade por idade observadas num determinado ano. É, por conseguinte, a fecundidade completa de uma geração hipotética, calculada pela soma das taxas de fecundidade num determinado ano.
2. Projeções disponíveis em <http://ec.europa.eu/eurostat/web/population-demography-migration-projections/population-projections-/database>.
3. Portugal mantém-se, ao longo de todo o horizonte de projeção, como o país da União Europeia que apresenta os índices sintéticos de fecundidade mais reduzidos.
4. O rácio de dependência de idosos corresponde ao quociente entre a população com 65 e mais anos e a população em idade ativa (15-64 anos).
5. Ver *European Commission* (2015).
6. A utilização de uma forma funcional mais complexa, nomeadamente de uma função de produção com elasticidade de substituição constante (CES), permitiria flexibilizar este pressuposto e assumir complementaridade entre fatores.
7. Ver Almeida e Félix (2006).
8. Ver *United Nations* (2014).
9. Tendo em conta o aumento da escolaridade obrigatória e da idade de reforma, considerou-se alternativamente a população com idade compreendida entre os 17 e os 67 anos. Os resultados obtidos são muito semelhantes aos apresentados no cenário de referência.
10. Por exemplo, para 2013, o valor estimado pelo INE para o saldo migratório é de -36,2 milhares enquanto o valor projetado no *EUROPOP2013* foi de -40,3 milhares. Para o conjunto da área do euro, o valor estimado aponta para 0,4 por cento da população residente, enquanto o valor projetado era de -0,1 por cento.
11. Os valores para os fluxos migratórios acumulados em 2010-2060 para Portugal neste cenário representavam 20,4 por cento do total da população em 2060, enquanto no cenário *EUROPOP2013* para o período 2013-2060 representam 2,7 por cento. No conjunto da área do euro a revisão em baixa foi de apenas 1,6 p.p. para 11,8 por cento.
12. A agregação tradicional de países de acordo com as tipologias de políticas seguidas, por exemplo descrita em Gornick, Meyers e Ross (1997) e Gauthier (2002), tornou-se menos evidente recentemente. Ver Thénevon (2011) para uma agregação recente.
13. A metodologia mais detalhada encontra-se descrita em *European Commission* (2014).

# As regras orçamentais europeias e o cálculo dos saldos estruturais<sup>1</sup>

## 1. Introdução

Nas últimas décadas, o conceito de saldo orçamental ajustado dos efeitos do ciclo económico tem ganho proeminência quer na literatura económica, quer na análise dos desenvolvimentos das finanças públicas. Com efeito, em períodos de forte (fraco) crescimento económico verifica-se uma melhoria (deterioração) do saldo orçamental efetivo por via, essencialmente, de um desempenho favorável (desfavorável) da receita fiscal e da despesa em subsídios de desemprego, que ocorre de forma automática, *i.e.*, sem decorrer da intervenção direta das autoridades. Deste modo, explica-se que qualquer apreciação ao nível da política orçamental seja complementada com indicadores que expurguem os efeitos cíclicos.

Em termos conceptuais, o saldo ajustado do ciclo corresponde ao saldo orçamental que se verificaria caso a economia se encontrasse no seu nível de produto potencial. Na prática, o seu cálculo passa por determinar uma componente cíclica que posteriormente é deduzida ao saldo observado. A escolha da metodologia para determinação desta componente cíclica não é consensual, o que se traduz em resultados diferentes consoante o método adotado. Atualmente, instituições como a Comissão Europeia, o Fundo Monetário Internacional (FMI), a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) e o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) divulgam estimativas para os saldos ajustados do ciclo que diferem entre si dadas as diferentes metodologias utilizadas.

Na maioria das metodologias, o cálculo do saldo ajustado do ciclo está dependente de previsões para variáveis macroeconómicas, o que tende a implicar revisões dos valores passados. Adicionalmente, os métodos mais comuns captam apenas os efeitos da atividade económica em termos reais sobre o saldo orçamental, não

tendo em conta o efeito potencial de outras variáveis como deflatores ou taxas de juro. Por último, outros desenvolvimentos da receita fiscal eventualmente de carácter cíclico, como por exemplo associados à evolução de preços de ativos ou a fenómenos de fraude e evasão fiscal, não são captados nas metodologias habitualmente utilizadas.

Atualmente, na análise da política orçamental é comum excluir-se também do saldo orçamental efetivo o efeito de medidas temporárias, dando origem ao conceito de saldo estrutural ou subjacente. O objetivo deste ajustamento é o de eliminar o efeito de medidas de carácter pontual que em dado exercício afetaram o saldo orçamental, regra geral de forma positiva, não contribuindo para a melhoria sustentável da situação das finanças públicas. A determinação destes efeitos varia, no entanto, de entidade para entidade, sendo que frequentemente os critérios subjacentes à sua identificação não são totalmente claros.

O conceito de saldo estrutural ganhou destaque ao nível da supervisão orçamental no contexto europeu ao ser explicitamente incluído na reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento de 2005. O Pacto na sua versão inicial estava essencialmente baseado no conceito de saldo orçamental efetivo o que, apesar de ser um critério simples e objetivo, deu origem a dificuldades em termos de implementação prática, ao não ter em conta os efeitos cíclicos e a adoção de medidas pontuais. Com efeito, não estavam criados os incentivos à melhoria da posição subjacente das finanças públicas nos períodos favoráveis de crescimento económico e o respeito pelo limite de 3 por cento do PIB para o défice foi frequentemente alcançado com recurso a medidas temporárias. A introdução de metas baseadas no saldo estrutural, em complementaridade com os limites em termos do saldo

efetivo já anteriormente estabelecidos, tentou obviar estas questões.

Este tema em destaque caracteriza o conceito de saldo estrutural no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento na secção 2. Na secção 3 são discutidas as metodologias de cálculo de saldos ajustados do ciclo utilizadas pelas diferentes instituições (Comissão Europeia, FMI, OCDE e SEBC) e apresentados alguns resultados comparativos para Portugal. Adicionalmente é analisado o conceito e as diferentes estimativas disponíveis para as medidas temporárias. Por último, são apresentadas as mais recentes estimativas para o saldo estrutural em Portugal apuradas pelas quatro instituições e avaliado o cumprimento dos compromissos europeus. A secção 4 conclui.

## 2. As regras orçamentais europeias

### 2.1. O Pacto de Estabilidade e Crescimento

A legislação que esteve na base da versão inicial do Pacto de Estabilidade e Crescimento foi adotada em 1997. Os três textos legais que o compunham tinham como objetivo:

- Estabelecer os mecanismos para reforço da supervisão das situações orçamentais e da coordenação das políticas económicas dos diferentes Estados-Membros – "braço preventivo", para os países cuja evolução orçamental é compatível com o respeito dos limites definidos no âmbito do Pacto;
- Clarificar a implementação do procedimento dos défices excessivos – "braço corretivo", que se aplica aos países em que os desenvolvimentos orçamentais levaram à ultrapassagem dos limites impostos pelo Pacto.

A primeira alteração ao Pacto de Estabilidade e Crescimento ocorreu em 2005 e envolveu alterações ao nível quer do braço preventivo, quer do braço corretivo. Quanto ao braço preventivo, manteve-se o limite de três por cento do PIB para o défice efetivo, mas o requisito horizontal de se alcançar uma situação orçamental próxima do equilíbrio ou em excedente em termos nominais foi substituído por um objetivo específico a cada país – objetivo de médio prazo (OMP)<sup>2</sup> – definido em termos estruturais com base no

respetivo rácio da dívida pública e na pressão orçamental causada pelo envelhecimento da população. No braço corretivo foi introduzida a possibilidade de extensão do prazo de correção da situação de défice excessivo para países que efetivamente adotaram medidas mas que enfrentaram situações económicas adversas. Em ambos os braços a legislação indicou a dimensão da correção do saldo estrutural para os países que ainda não tivessem atingido o OMP ou que se encontrassem em situação de défice excessivo. Adicionalmente foi definido que a convergência para o OMP poderia ter em conta os custos orçamentais de curto prazo das reformas estruturais, desde que estas melhorassem a sustentabilidade das finanças públicas no longo prazo através de um impacto direto (por exemplo, reforma do sistema de pensões) ou do aumento do produto potencial.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento foi revisado uma segunda vez em 2011 através de um conjunto de legislação conhecido como *Six Pack*. Estes textos legais reforçaram o braço preventivo ao imporem um limite para o crescimento da despesa, como complemento à variação do saldo estrutural no âmbito da convergência para o OMP. Outra inovação relevante esteve relacionada com a especificação do conceito de desvio significativo na trajetória de ajustamento para o OMP e a definição do mecanismo corretivo no caso da sua identificação. Ao nível do braço corretivo procurou-se operacionalizar o critério da dívida. Em termos de sanções para os Estados-Membros participantes assistiu-se a um reforço, antecipação e extensão ao braço preventivo. Adicionalmente foram estabelecidas regras específicas relativas às características dos quadros orçamentais dos Estados-Membros. Por último, instituiu-se um mecanismo de alerta para identificar os desequilíbrios macroeconómicos e criou-se um procedimento específico para correção nos casos em que estes são considerados excessivos.

Em março de 2012, 25 países da União Europeia<sup>3</sup> assinaram o Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária (TECG) que contém o *Fiscal Compact*. A implementação do *Six Pack* e do *Fiscal Compact* decorre em paralelo. Diversas

disposições incluídas no *Fiscal Compact* refletem conceitos existentes no Pacto de Estabilidade e Crescimento revisto mas outras são mais exigentes. A título de exemplo refira-se que o *Fiscal Compact* estipulou um limite inferior para o OMP, definiu que este deveria ser incluído na legislação nacional de preferência ao nível constitucional, estabeleceu que as recomendações da Comissão no âmbito do procedimento dos défices excessivos são adotadas se não existir uma votação por maioria qualificada que se oponha e reforçou a governação económica. Em maio de 2013 foram publicados dois textos legais adicionais (*Two Pack*) que visavam o reforço da supervisão económica e orçamental dos Estados-Membros da área do euro afetados ou ameaçados por graves dificuldades no que diz respeito à sua estabilidade financeira e o estabelecimento de disposições comuns para o acompanhamento e a avaliação das propostas de orçamentos e para a correção do défice excessivo dos Estados-Membros da área do euro. As orientações para a aplicação desta legislação, em particular as relativas ao conteúdo dos orçamentos a submeter à Comissão Europeia, foram definidas num documento de novembro de 2014. Por último, no início de 2015, a Comissão divulgou uma comunicação sobre o uso da flexibilidade no contexto das atuais regras do Pacto, definindo orientações específicas relativas às condições excecionais decorrentes de despesa em investimento público, implementação de reformas estruturais e condições cíclicas adversas.

A figura 1 apresenta a cronologia destes acontecimentos, incluindo a ligação automática para os diversos documentos relevantes, disponíveis *online*<sup>4</sup>.

## 2.2. A importância do saldo estrutural no Pacto de Estabilidade e Crescimento

O saldo estrutural ganhou relevância no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento após a reforma de 2005, com a introdução do OMP. O OMP é definido em termos do saldo estrutural, por seu turno definido como o saldo ajustado do ciclo líquido do impacto de medidas pontuais e outras medidas temporárias. Os detalhes do cálculo da componente cíclica do saldo

orçamental e da determinação do impacto das medidas temporárias são abordados na secção 3.

De acordo com o Pacto, o OMP visa três propósitos: i) assegurar uma margem de segurança relativamente ao limite para o défice de três por cento do PIB; ii) garantir uma trajetória rápida na convergência do rácio da dívida para valores sustentáveis; e iii) tendo em conta os dois pontos anteriores, assegurar espaço para a existência de margem de manobra orçamental. Os OMP são específicos a cada país e no seu cálculo são tidas em conta três componentes: i) o saldo orçamental que estabiliza o rácio da dívida no nível de referência de 60 por cento do PIB; ii) uma fração do ajustamento necessário para cobrir o aumento futuro da despesa relacionada com o envelhecimento da população; e iii) um esforço adicional para os países com rácios da dívida superiores a 60 por cento do PIB que assegure uma convergência mais rápida para o valor de referência.

$$OMP^{país} = Saldo_{est. div. 60\%} + \alpha * Custos_{envelhecimento} + Esforço_{adic. red. div.} \quad (1)$$

O valor final para o OMP decorre do máximo entre o  $OMP^{país}$  e o limite de -0,5 por cento do PIB definido no TCEG (-1,0 por cento do PIB apenas para os países com rácio da dívida inferior a 60 por cento do PIB e baixo risco de insustentabilidade das finanças públicas). Os OMP são atualizados de três em três anos, por forma a ter em conta as projeções mais recentes divulgadas no *Ageing Report*, ou mais frequentemente no caso, por exemplo, da adoção de medidas estruturais com impacto relevante na sustentabilidade das finanças públicas. Os Estados-Membros podem, no entanto, fixar nas atualizações dos Programas de Estabilidade e Convergência OMP mais ambiciosos do que o implicado pela fórmula anterior. O atual OMP para Portugal corresponde a um saldo estrutural de -0,5 por cento do PIB.

Figura 1 • Cronologia do Pacto de Estabilidade e Crescimento



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Notas:

(a) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=URISERV:xy0026>

(b) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=URISERV:i25021>

(c) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:31997R1466>

(d) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:31997R1467>

(e) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32005R1055>

(f) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32005R1056>

(g) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=URISERV:ec0021>

(h) [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/coc/code\\_of\\_conduct\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf)

(i) <https://infoeuropa.eu/rocid.pt/registo/000048242/documento/0001>

(j) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32013R0472> e <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32013R0473>

(k) [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/coc/2014-11-07\\_two\\_pack\\_coc\\_amended\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/2014-11-07_two_pack_coc_amended_en.pdf)

(l) [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/documents/com\(2014\)905\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/com(2014)905_en.pdf)

(m) [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/2015-01-13\\_communication\\_sgp\\_flexibility\\_guidelines\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_en.pdf)

No âmbito do braço preventivo do Pacto um Estado-Membro que ainda não tenha atingido o OMP deverá adotar medidas que permitam uma trajetória de convergência ao longo do ciclo económico. De acordo com a recente comunicação da Comissão relativa ao uso da flexibilidade no Pacto, o ajustamento anual do saldo estrutural depende das condições cíclicas da economia, medidas pelo crescimento do PIB real e pelo hiato do produto, e do rácio da dívida e do risco de insustentabilidade, tal como apresentado no quadro 1.

Um desvio do OMP ou da trajetória adequada para que este seja alcançado é considerado significativo se as duas condições que se listam de seguida são observadas ou apenas uma é verificada e a apreciação global revela cumprimento limitado também no que respeita à outra condição:

- O desvio do saldo estrutural da trajetória de ajustamento é de pelo menos 0,5 por cento em apenas um ano ou de pelo menos 0,25 por cento do PIB em média em dois anos consecutivos;
- O excesso da taxa de crescimento da despesa líquida de medidas discricionárias do lado

da receita<sup>5</sup> em relação à trajetória de ajustamento definida com base na taxa de crescimento média do PIB potencial implicou um impacto negativo no saldo de pelo menos 0,5 p.p. do PIB em apenas um ano ou cumulativamente em dois anos consecutivos.

De destacar adicionalmente que a *cláusula do investimento* e a *cláusula das reformas estruturais* podem justificar também desvios da trajetória de ajustamento para o OMP sem que estes sejam considerados excessivos, tal como definido na referida comunicação relativa ao uso da flexibilidade no Pacto.

No braço corretivo do Pacto, o saldo estrutural desempenha também um papel muito relevante. No âmbito de um procedimento de défice excessivo (PDE) são efetuadas recomendações ao Estado-Membro em questão que especificam o ano limite para correção da situação (um ano como regra geral) e uma trajetória de ajustamento para o saldo nominal e estrutural. *Ex-post* é analisado pela Comissão o cumprimento destas metas no âmbito da apreciação da ação efetiva. Nesta análise, para além da comparação entre a variação do saldo estrutural "observado" e o objetivo estipulado no PDE,

**Quadro 1 • Ajustamento anual do saldo estrutural para o OMP no âmbito do braço preventivo do Pacto**

	Condição	Ajustamento orçamental anual requerido (p.p. do PIB)	
		Dívida < 60 % e ausência de risco de insustentabilidade	Dívida > 60 % ou existência de risco de insustentabilidade
Tempos excepcionalmente maus	Var. PIB real < 0 % ou hiato do produto < -4 %	Não é necessário ajustamento	
Tempos muito maus	-4 % ≤ hiato do produto < -3 %	0	0,25
Tempos maus	-3 % ≤ hiato do produto < -1,5 %	0 se o crescimento está abaixo do potencial, 0,25 se está acima	0,25 se o crescimento está abaixo do potencial, 0,5 se está acima
Tempos normais	-1,5 % ≤ hiato do produto < 1,5 %	0,5	> 0,5
Tempos bons	hiato do produto ≥ 1,5 %	> 0,5 se o crescimento está abaixo do potencial, ≥ 0,75 se está acima	≥ 0,75 se o crescimento está abaixo do potencial, ≥ 1 se está acima

Fonte: Comissão Europeia.

a Comissão calcula um "esforço orçamental ajustado" que incorpora o impacto de revisões no crescimento do produto potencial face ao cenário considerado no momento da emissão da recomendação, o efeito de revisões na composição do crescimento económico ou outros ganhos ou perdas não explicadas na receita e o impacto possível de outros eventos não antecipáveis. Mesmo no caso em que ambos os indicadores (esforço orçamental observado e ajustado) não cumpram os requisitos definidos, é realizada uma análise cuidada para a tomada de decisão quanto à ação efetiva que tem em conta fatores como a adoção das medidas discricionárias planeadas e o cumprimento dos objetivos para a despesa. De salientar que na implementação prática desta legislação subsiste ainda um grau importante de discricionariedade ao nível da produção de recomendações e tomada de decisões.

### 3. O cálculo dos saldos estruturais

Tal como mencionado atrás, o cálculo do saldo estrutural tem subjacente a determinação de uma componente cíclica e o apuramento do montante de medidas temporárias que afetam as contas públicas num determinado exercício económico. Dada a multiplicidade de metodologias de ajustamento cíclico dos saldos orçamentais e os diferentes conceitos de medidas temporárias, o mesmo conjunto de informação origina diferentes valores para os saldos estruturais. Adicionalmente, verificam-se frequentemente revisões *à posteriori* dos saldos estruturais, mesmo sem revisão da informação de base, uma vez que o cálculo da componente cíclica nas diversas metodologias utiliza projeções para variáveis macroeconómicas que podem não se materializar. A subsecção 3.1 apresenta as metodologias de cálculo de saldos ajustados do ciclo utilizadas pelas diferentes instituições e alguns resultados comparativos para Portugal. A subsecção 3.2 discute o conceito de medida temporária e apresenta as estimativas do Banco de Portugal

em comparação com os valores utilizados pela Comissão Europeia e OCDE. Por último, a subsecção 3.3 mostra as mais recentes estimativas para o saldo estrutural apuradas pelas quatro instituições e discute o cumprimento dos compromissos europeus.

### 3.1. As metodologias de cálculo de saldos ajustados do ciclo

#### 3.1.1. A metodologia da Comissão Europeia

No âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, a metodologia de ajustamento dos saldos orçamentais relevante é a adotada pela Comissão Europeia. A componente cíclica de acordo com esta metodologia corresponde à semi-elasticidade do saldo orçamental em percentagem do PIB face ao PIB real, multiplicada pelo hiato do produto (equação 2).

$$SO_{\%PIB}^{ciclo} = \varepsilon_{SO_{\%PIB}, PIB} * hiato\ produto = \frac{\Delta SO_{\%PIB}}{PIB} * \frac{(PIB - PIB^{pot})}{PIB^{pot}} \quad (2)$$

onde

$SO_{\%PIB}$  – saldo orçamental em percentagem do PIB

$SO_{\%PIB}^{ciclo}$  – componente cíclica do saldo orçamental em percentagem do PIB

$\varepsilon_{SO_{\%PIB}, PIB}$  – semi-elasticidade do saldo orçamental em percentagem do PIB face ao PIB

$PIB^{pot}$  – PIB potencial

Desta forma, o saldo ajustado do ciclo em percentagem do PIB é obtido pela diferença entre o saldo observado e a componente cíclica atrás calculada (equação 3).

$$SO_{\%PIB}^{ajust. ciclo} = SO_{\%PIB} - SO_{\%PIB}^{ciclo} \quad (3)$$

Em termos da semi-elasticidade, o valor para Portugal atualmente utilizado no âmbito da supervisão orçamental europeia corresponde a 0,51 (muito semelhante à média para o conjunto da União Europeia que se situa em 0,50) e o seu apuramento é descrito com detalhe em Mourre *et al.* (2014). Este valor pode ser interpretado como a variação do saldo orçamental em percentagem do PIB resultante do aumento de 1 por cento no PIB real. No seu cálculo, a semi-elasticidade é decomposta na soma ponderada de elasticidades individuais de cinco componentes da receita e duas da despesa (Anexo 1 para detalhes adicionais).

No que respeita à determinação do hiato do produto, a Comissão Europeia adotou desde 2002 uma metodologia baseada numa função de produção para determinação do produto potencial no âmbito do cálculo dos saldos ajustados do ciclo. Anteriormente era utilizado um filtro estatístico (*Hodrick Prescott – HP*<sup>6</sup> com parâmetro de alisamento igual a 100 sobre dados anuais) para estimar o PIB tendencial e, conseqüentemente, o hiato do produto. O principal argumento subjacente à alteração foi o de que um filtro estatístico não tem qualquer ligação à teoria económica, tornando mais difícil a interpretação dos resultados. No entanto, a adoção de um modelo económico implica também um número elevado de escolhas arbitrárias, em particular ao nível das especificações, dados e técnicas de estimação.

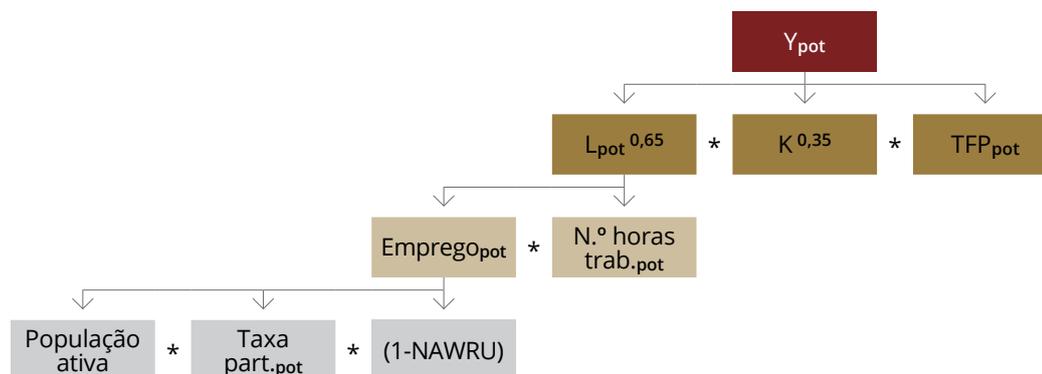
A atual metodologia foi aprovada no Conselho ECOFIN de 6 de novembro de 2001, mas desde esse momento tem sido sujeita a diversas revisões, estando a versão mais recente descrita em Havik *et al.* (2014)<sup>7</sup>. Nesta, o cálculo do produto potencial assenta numa função de produção Cobb-Douglas:

$$Y = L^{\alpha} * K^{1-\alpha} * TFP \quad (4)$$

As elasticidades do produto relativamente ao trabalho ( $\alpha$ ) e ao capital ( $1 - \alpha$ ) foram fixadas nos valores convencionais de 0,65 e 0,35 para todos os Estados-Membros. A determinação

do produto potencial obriga ao cálculo dos valores tendenciais do fator trabalho ( $L$ ) e da produtividade total dos fatores ( $TFP$ ), uma vez que se assume que o fator capital ( $K$ ) está por definição no seu nível potencial, isto é, o seu contributo potencial máximo corresponde à utilização plena do *stock* de capital existente na economia. A figura 2 sintetiza este cálculo. A este respeito importa referir que os níveis potenciais da taxa de participação e do número de horas trabalhadas são obtidos com base na aplicação de um filtro *HP* aos valores observados, prolongados com projeções para três anos além do horizonte de previsão para evitar o problema de enviesamento no final da amostra<sup>8</sup>. Quanto à componente não cíclica do desemprego, a metodologia da Comissão Europeia assenta numa abordagem baseada numa curva de *Phillips*. Neste tipo de modelos, o desemprego cíclico está ligado aos desenvolvimentos salariais, ao contrário da componente não cíclica, referida por este motivo como o desemprego compatível com a não aceleração da taxa de salário (*NAWRU*<sup>9</sup>). A curva de *Phillips* pode assumir diversas especificações, refletindo hipóteses diferentes no que respeita à formação de expectativas. Em 2014 a Comissão alterou a sua metodologia para passar a considerar expectativas racionais no caso da maioria dos países, mantendo no entanto a hipótese de expectativas adaptativas para sete países. Por fim, relativamente à produtividade total dos fatores, foi utilizado até o Outono de 2010 o filtro *HP* para excluir a tendência, sendo que a partir dessa data passou a ser utilizada uma abordagem baseada no filtro de *Kalman* explorando a relação entre a produtividade total e a capacidade de utilização dos fatores.

Figura 2 • Determinação do produto potencial na metodologia da Comissão Europeia



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Apesar da maior ligação à teoria económica e da (quase) uniformização na sua aplicação aos diversos países, têm surgido várias críticas à metodologia da Comissão Europeia. A complexidade da metodologia é frequentemente apontada como a principal desvantagem que, apesar da disponibilização dos instrumentos de cálculo, torna difícil a reprodução dos valores calculados pela Comissão. Adicionalmente o facto de a abordagem não ser simétrica, por construção, e as alterações frequentes da metodologia, que impedem a análise das revisões ao longo do tempo, são também limitações relevantes. Por último, existe evidência de que a magnitude das revisões do hiato do produto em termos absolutos entre o momento em que os orçamentos são considerados (Outono de  $t-1$ ) e a primeira execução (Primavera de  $t+1$ ) são significativas em termos médios no conjunto da União Europeia, em particular nos recentes anos de crise (Tereanu *et al.* (2014)). O gráfico 1 apresenta os resultados para Portugal no período 2003-2014. A média da diferença absoluta dos hiatos do produto entre a estimativa em tempo real e a primeira execução ascende a 1,1 p.p., atingindo um máximo de 2,2 p.p. em 2010. No entanto, em apenas um ano (2008) se verificou uma alteração do sinal do hiato do produto. De destacar, ainda, que estas diferenças estão influenciadas pelas alterações metodológicas que foram sendo introduzidas e por revisões estatísticas, fatores que deveriam ser excluídos para uma melhor apreciação do desempenho da metodologia. Se se considerasse a estimativa

mais recente do hiato do produto (Primavera de 2015) a média dos valores absolutos das revisões aumentaria para 1,8 p.p..

Para além das dificuldades inerentes à medição do ciclo em tempo real, a metodologia da Comissão não tem em conta que as elasticidades orçamentais face ao PIB podem variar ao longo do ciclo, levando a uma quantificação incorreta das componentes cíclica e estrutural. Em particular, países com crescimento mais forte (fraco) da procura interna face ao PIB deverão ter elasticidades orçamentais mais elevadas (baixas) e, como tal, estar a sobrestimar (subestimar) os saldos ajustados do ciclo na ausência de qualquer correção. De notar que o facto dos parâmetros de ponderação (*i.e.*, pesos das diferentes rubricas da receita no total de receita) serem atualizados com alguma periodicidade, tal como referido atrás, apenas capta uma parte deste efeito.

A este propósito a Comissão Europeia propôs em 2011 uma medida alternativa para o saldo ajustado do ciclo (CAAB – *cyclically and absorption adjusted budget balance*) que para além do hiato do produto tem em conta os desequilíbrios externos, mas que na prática não está a ser implementada (Lendvai *et al.* (2010)).

### 3.1.2. A metodologia do Eurosistema

No que respeita ao SEBC, foi adotada em 2001 uma metodologia de ajustamento cíclico dos saldos orçamentais que, desde então, é seguida pelo Banco de Portugal<sup>10</sup>. Esta metodologia assume que as componentes orçamentais

influenciadas pelo ciclo económico têm bases macroeconómicas (definidas em termos reais) diferentes do PIB que explicam melhor a sua evolução. As variáveis orçamentais ajustadas do ciclo são as seguintes (as respetivas bases macroeconómicas são referidas entre parêntesis): impostos sobre o rendimento das famílias (massa salarial do setor privado), impostos sobre o rendimento das empresas (PIB privado),

impostos sobre a produção e a importação (consumo privado), contribuições sociais (massa salarial do setor privado) e, do lado da despesa, subsídios de desemprego (número de desempregados).

Assim, a componente cíclica do saldo orçamental em percentagem do PIB é calculada de acordo com a seguinte fórmula:

$$SO_{\%PIB}^{ciclo} = \frac{\sum_{i=1}^4 R_i^{ciclo} - D_U^{ciclo}}{PIB} = \frac{\sum_{i=1}^4 \varepsilon_{R_i, X_i} * \left( \frac{X_i - X_i^{tend}}{X_i^{tend}} \right) * R_i - \varepsilon_{D_U, X_U} * \left( \frac{X_U - X_U^{tend}}{X_U^{tend}} \right) * D_U}{PIB} \quad (5)$$

onde

$R_i$  – Rubrica  $i$  da receita

$D_U$  – Despesa em subsídios de desemprego

$X_i$  – base macro da rubrica  $i$  da receita

$X_U$  – base macro da despesa em subsídios de desemprego

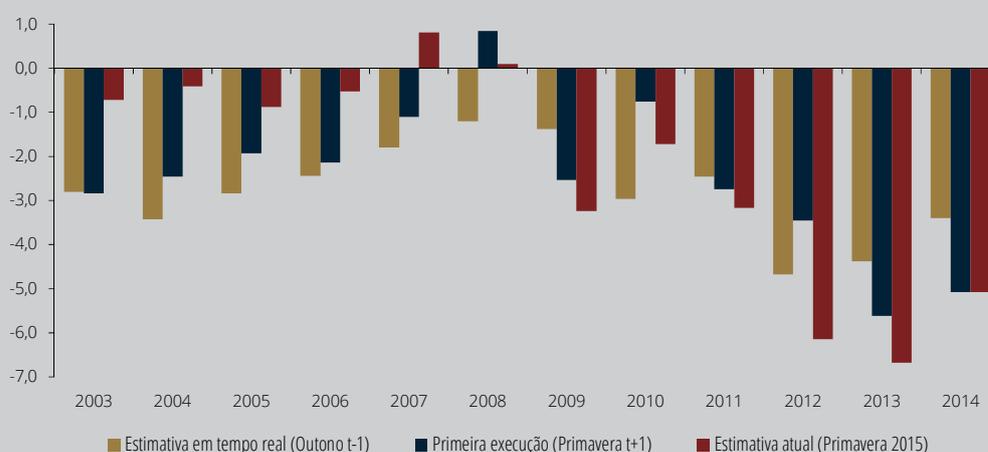
$\varepsilon_{R_i, X_i}$  – Elasticidade da rubrica da receita  $i$  face à respetiva base macro

$\varepsilon_{D_U, X_U}$  – Elasticidade da despesa em subsídios de desemprego face à respetiva base macro

$R_i^{ciclo}$  – componente cíclica da rubrica da receita  $i$

$D_U^{ciclo}$  – componente cíclica da despesa em subsídios de desemprego

$SO_{\%PIB}^{ciclo}$  – componente cíclica do saldo orçamental em percentagem do PIB



**Gráfico 1 •**  
Hiato do produto na metodologia da Comissão Europeia face à estimativa em tempo real | Portugal

Fonte: Comissão Europeia.

Os valores tendenciais das bases macroeconómicas ( $X_i^{tend}$ ) são obtidos através da aplicação do filtro *HP* às séries anuais prolongadas com previsões elaboradas por cada um dos bancos centrais nacionais, de forma a evitar o problema de enviesamento do final da amostra, utilizando-se o valor 30 para o parâmetro de alisamento do filtro.

Uma das principais vantagens da abordagem desagregada proposta pelo SEBC face às restantes metodologias consiste na possibilidade de serem tidos em conta os efeitos de diferentes composições de crescimento económico sobre as contas públicas. Este efeito composição pode ser estimado através da diferença entre a componente cíclica atrás descrita e a obtida multiplicando uma semi-elasticidade agregada pelo hiato do produto. A última estimativa do Banco de Portugal para esta semi-elasticidade ascende a 0,50, estando, no entanto, em processo de atualização uma vez que foi apurada em 2006<sup>11</sup>.

A metodologia do Eurosistema não tem subjacente um modelo económico na determinação dos valores tendenciais das bases macroeconómicas. No entanto, é simétrica, razoavelmente transparente e fácil de implementar, em particular num contexto envolvendo um número significativo de países. Adicionalmente permite a determinação do impacto de diferentes composições de crescimento económico e uma análise muito desagregada dos desenvolvimentos orçamentais ao nível das principais rubricas da receita e da despesa, em particular no que respeita à receita fiscal (Kremer *et al.* (2006)). A estabilidade da metodologia ao longo do tempo é uma característica positiva da mesma, permitindo a análise das revisões dos valores obtidos em tempo real<sup>12</sup>.

### 3.1.3. Outras metodologias

Em 1995, a OCDE publicou uma análise sobre os métodos utilizados no cálculo dos saldos ajustados do ciclo, apresentando resultados comparativos para o produto potencial determinado com base no crescimento médio do produto em cada ciclo económico, no filtro *HP*

(com parâmetro de alisamento 25 em dados anuais) e numa função de produção (Giorno *et al.* (1995)). Na sequência deste estudo foi adotada a abordagem baseada na função de produção, por ser a metodologia que tem em conta informação estrutural no cálculo do produto potencial. Algumas melhorias foram introduzidas em 2006 com base em nova informação estatística disponível e ao nível das projeções de médio prazo (Beffy *et al.* (2006)). Quanto às elasticidades, e tal como mencionado atrás, a OCDE tem assumido um papel muito relevante na sua estimação, procedendo periodicamente à sua atualização. Os resultados mais recentes estão apresentados em Price *et al.* (2014).

No FMI a estimação do produto potencial está a cargo dos responsáveis pelos países, sendo dominante o uso de uma função de produção, em particular para os países industrializados (Hagemann (1999)). A semi-elasticidade do saldo orçamental face ao PIB é baseada nas elasticidades individuais da receita e da despesa calculadas pela OCDE, podendo estas ser ajustadas pelos responsáveis pelos países no caso de informação adicional. Mais recentemente, em 2011, o FMI publicou uma nota técnica (Bornhorst *et al.* (2011)) onde reconhece as limitações do saldo ajustado do ciclo enquanto indicador económico. Com efeito, para além do ajustamento captar o impacto direto do ciclo económico, o FMI recomenda que outros fatores, como os preços de ativos ou efeitos de composição do crescimento, sejam tidos em conta, quando relevantes, na identificação da componente cíclica do saldo orçamental.

De salientar que em ambas as instituições o grau de harmonização dos resultados para o produto potencial entre os diferentes países parece ser inferior ao existente no caso dos valores apurados pela Comissão Europeia para a União Europeia. Com efeito, a informação disponível sugere que são adotadas as metodologias base e definidas orientações específicas, ficando depois a cargo dos responsáveis pelos países a sua implementação prática.

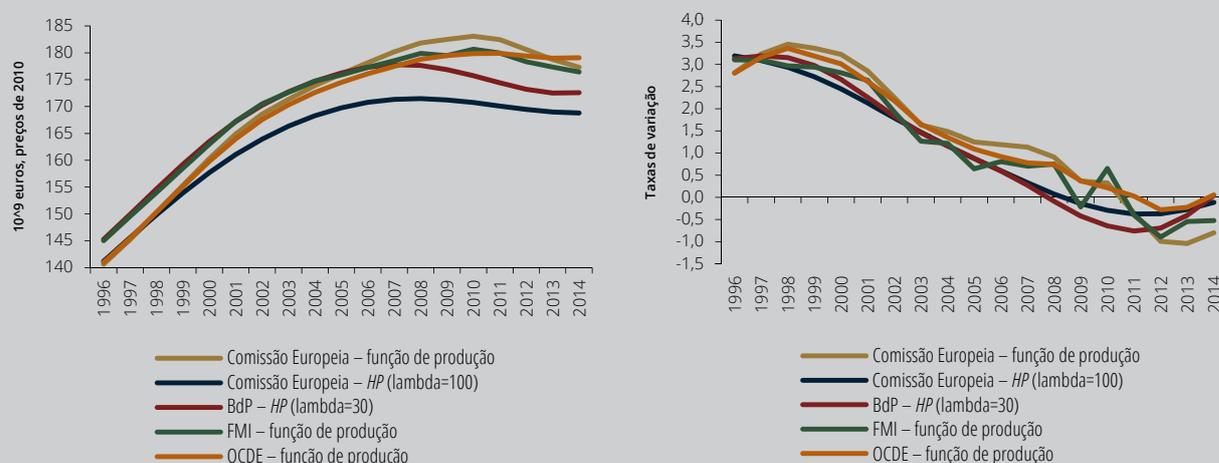
### 3.1.4. Resultados comparativos

O gráfico 2 apresenta os últimos valores disponíveis para as taxas de variação do produto potencial em Portugal apuradas pelas quatro instituições: Comissão Europeia, FMI, OCDE e Banco de Portugal, no âmbito da metodologia de ajustamento cíclico dos saldos orçamentais. Como se pode observar, o produto potencial calculado com base no filtro *HP* é mais alisado, notando-se uma evolução um pouco mais cíclica na versão calculada com parâmetro de alisamento igual a 30. Os valores no final da amostra estão ainda afetados pelo facto das taxas de variação do PIB consideradas pela Comissão Europeia e pelo Banco de Portugal no horizonte de projeção diferirem. Por outro lado, e de acordo com o atrás mencionado, na metodologia do Euro-sistema o produto potencial não é utilizado diretamente no cálculo dos saldos ajustados do ciclo, servindo apenas para a determinação do efeito de composição do crescimento económico. Quanto aos resultados obtidos com base em funções de produção, importa destacar que a metodologia do FMI torna a série de produto potencial mais volátil. Pelo contrário, os valores calculados pela Comissão Europeia e pela OCDE são na maioria dos anos

do período considerado superiores aos derivados com o filtro *HP*, com exceção de 1996, e de 2012 a 2014 apenas no caso da Comissão Europeia. Por último, é de notar a persistência de valores baixos para o produto potencial no período recente nos resultados apurados pela Comissão Europeia (-0,8 por cento em 2014), que não parece, numa primeira análise, ser explicado por diferenças nos valores projetados para o PIB em 2015 e 2016.

As diferenças relativamente ao nível do produto potencial são, no entanto, bastante mais expressivas, o que se repercute diretamente no hiato do produto. Se for considerado o valor absoluto da diferença no hiato do produto das metodologias do FMI e da OCDE face à da Comissão Europeia, a média no período 1996-2014 situa-se em 1,3 e 0,7 por cento, atingindo máximos de 3,3 (1996) e 1,5 (2010) por cento, respetivamente (Gráfico 3). Estes resultados têm um impacto não negligenciável nos saldos ajustados do ciclo apurados pelas três instituições, se for tida em conta a semi-elasticidade do saldo orçamental face ao PIB de cerca de 0,5 no caso português. Quanto à variação do hiato do produto, relevante para determinação da variação dos saldos ajustados do ciclo, as diferenças face à Comissão Europeia atingem

Gráfico 2 • Produto potencial | Portugal



Fontes: Comissão Europeia (*Spring 2015 Economic Forecasts*), FMI (*World Economic Outlook April 2015*), OCDE (*Economic Outlook June 2015*) e Banco de Portugal.

uma magnitude muito inferior: 0,3 por cento em termos médios absolutos no caso quer do FMI, quer da OCDE, alcançando máximos de 0,6 (2005) e 0,8 (2013 e 2014) por cento, respetivamente.

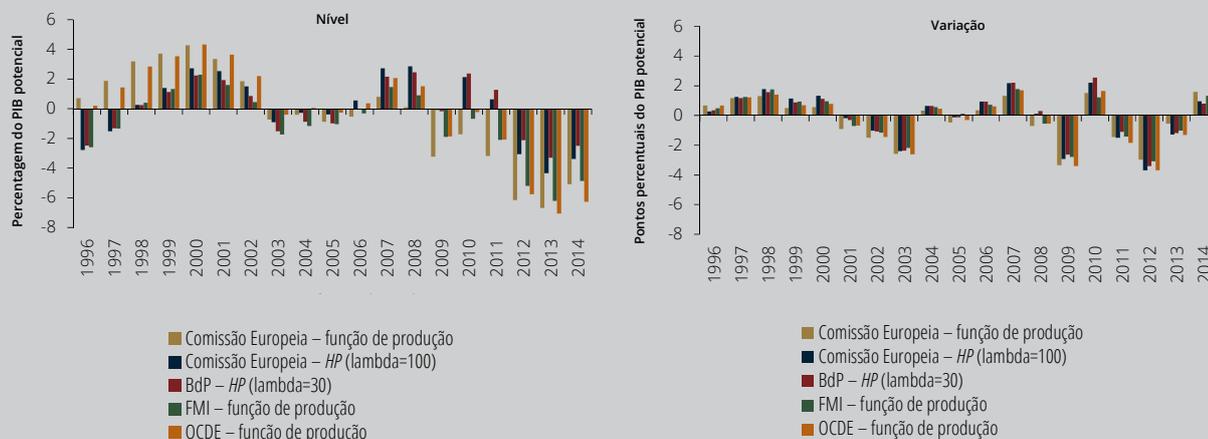
A comparação entre as estimativas do Banco de Portugal para o saldo ajustado do ciclo e os valores apurados pela Comissão Europeia comporta, para além da discrepância gerada pelo hiato do produto, uma diferença resultante do efeito de composição do crescimento económico, uma vez que a semi-elasticidade utilizada é semelhante (gráfico 4). A média dos valores absolutos da diferença entre as estimativas do Banco e da Comissão cifra-se em 1,0 por cento do PIB no período 1996-2014 (máximo 2,3 por cento do PIB em 2010). O efeito composição subjacente aos cálculos do Banco explica apenas numa medida muito pequena esta discrepância. As diferenças reduzem-se substancialmente no caso da variação do saldo ajustado do ciclo: 0,3 p.p. do PIB (máximo 0,8 em 2008 e 2012). Por seu turno, a variação do efeito composição aumenta também consideravelmente o seu poder explicativo: em 13 dos 19 anos o sinal é o mesmo e a média das variações em valor absoluto situa-se em 0,2 p.p. do PIB.

### 3.2. Medidas temporárias: definição e valores

Na definição atualmente utilizada pela maioria das instituições (com exceção do FMI), o saldo estrutural corresponde ao saldo ajustado do ciclo deduzido do impacto de medidas temporárias e outros fatores pontuais.

Conceptualmente, as medidas temporárias são fáceis de caracterizar. Com efeito, podem ser definidas como medidas que permitem aumentar o saldo observado num período de tempo muito limitado, eventualmente apenas um ano (medidas pontuais), ou basicamente modificam o seu perfil temporal no médio a longo prazo (medidas auto reversíveis), mas sem impacto na posição orçamental subjacente, isto é, sem repercussão em termos da melhoria da sustentabilidade das finanças públicas. A identificação de medidas temporárias que agravam o saldo orçamental deve ser realizada com cautela, uma vez que pode gerar incentivos perversos para os decisores políticos. Neste sentido, é comum considerar admissíveis apenas as medidas ou fatores que não foram resultado direto de decisões de política (como por exemplo, o impacto de catástrofes naturais ou decisões judiciais).

Gráfico 3 • Hiato do produto: nível e variação | Portugal



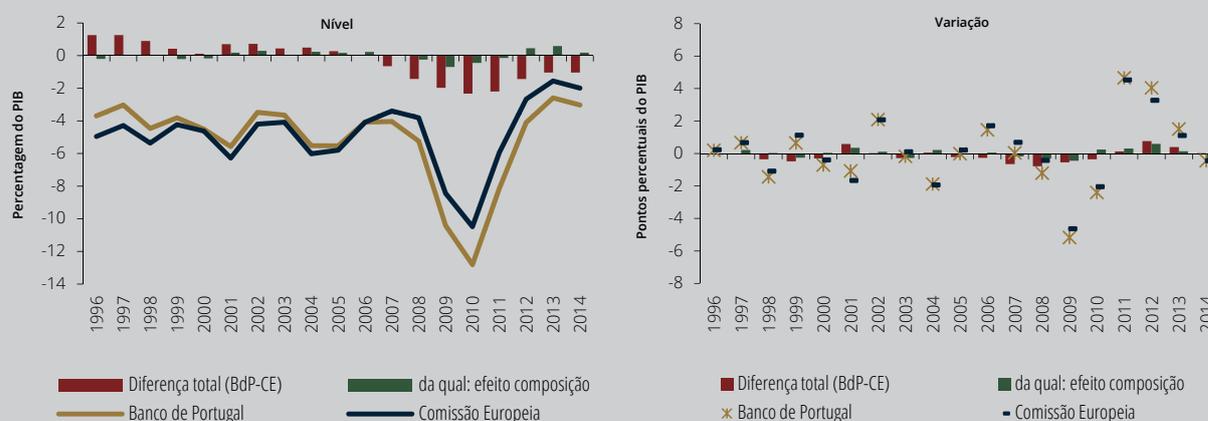
Fontes: Comissão Europeia (*Spring 2015 Economic Forecasts*), FMI (*World Economic Outlook April 2015*), OCDE (*Economic Outlook June 2015*) e Banco de Portugal.

Casos de fronteira são, por exemplo, os efeitos que decorrem de ações passadas cuja totalidade do impacto se encontra registada no saldo atual (como o registo de dívidas de anos anteriores não repartido pelos anos respetivos em Contas Nacionais), as entregas de material militar de montante avultado e, no período recente de crise, o impacto orçamental do apoio ao sistema financeiro. Deste modo, em termos práticos, a identificação e quantificação dos efeitos das medidas temporárias tem limitações importantes e exige alguns cuidados particulares no contexto de análise da política orçamental.

Ao nível do mecanismo de supervisão orçamental multilateral, a Comissão Europeia propôs numa comunicação de novembro de 2002<sup>13</sup> que a condição de *saldo próximo do equilíbrio ou em excedente* do Pacto de Estabilidade e Crescimento fosse definida em termos subjacentes ao longo do ciclo económico, *i.e.* líquida de efeitos transitórios e, em particular, dos efeitos das flutuações cíclicas sobre o saldo orçamental. Para além das flutuações cíclicas, o Conselho ECOFIN de março de 2003 reconheceu a importância potencial de serem tidos em conta outros fatores temporários ao concluir que a avaliação da melhoria da posição orçamental ajustada do ciclo deveria considerar as medidas pontuais

pelo seu próprio mérito e numa base caso-a-caso. Em 2004, a Comissão Europeia publicou uma lista dos fatores transitórios não cíclicos que deveriam ser tidos em conta na análise dos desenvolvimentos orçamentais, que não pretendia ser muito específica nem exaustiva<sup>14</sup>. Tal como referido anteriormente, a reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento de 2005 veio dar ênfase ao conceito de saldo estrutural e o Código de Conduta revisto definiu medidas temporárias como todas as medidas que têm um efeito transitório, não levando a uma alteração sustentada da posição orçamental intertemporal. Em 2006, a Comissão Europeia reviu a lista indicativa de medidas<sup>15</sup> e definiu quatro princípios que devem ser tidos em conta na sua identificação: i) o impacto deve estar concentrado num ano ou num número muito limitado de anos; ii) o efeito orçamental dever ser significativo, isto é, superior a 0,1 por cento do PIB; iii) as medidas devem ser não recorrentes, e a apreciação deste critério deve ser feita no contexto de medidas relacionadas, iv) regra geral, medidas que agravam o défice não devem ser consideradas<sup>16</sup>. Atualmente a Comissão Europeia divulga o total de medidas temporárias incluídas na receita e na despesa total para cada Estado-Membro, mas sem desagregação por medida e apenas a partir de 2010. A sua identificação

**Gráfico 4 • Saldos ajustados do ciclo: nível e variação | Banco de Portugal e Comissão Europeia**



Fontes: Comissão Europeia (*Spring 2015 Economic Forecasts*), FMI (*World Economic Outlook April 2015*), OCDE (*Economic Outlook June 2015*) e Banco de Portugal.

deverá estar, numa primeira fase, a cargo dos responsáveis por cada país, após contacto com as autoridades nacionais.

A definição adotada ao nível do Eurosistema partilha os princípios básicos definidos pela Comissão Europeia. Em 2013, o conceito foi alterado para passar a incluir o impacto orçamental do apoio ao sistema financeiro. Adicionalmente, a atual definição não exclui que outras medidas que agravam o défice possam ser consideradas temporárias, desde que devidamente reconhecidas como tal no contexto do Eurosistema. Nas suas publicações, o Banco de Portugal tem considerado como fatores especiais as transações que agravam pontualmente o défice das administrações públicas, mas que não podem ser tratadas como medidas temporárias de acordo com a definição do Eurosistema<sup>17</sup>. O anexo 2 apresenta uma lista detalhada das medidas temporárias e fatores especiais, e respetiva quantificação, considerados atualmente pelo Banco de Portugal na análise das finanças públicas. De salientar que, em termos práticos, a identificação de medidas temporárias pela Comissão Europeia tem-se revelado muito semelhante, apesar de não haver distinção entre os dois conceitos.

A OCDE tem prestado também alguma atenção à temática das medidas temporárias. Com efeito, foi publicado em 2005 um dos primeiros artigos que se dedicava ao tema e que incluía uma listagem das medidas temporárias nos 15 países da União Europeia (à data) para o período 1993-2003 (Koen e van den Noord (2005)). Em 2008, Joumard *et al.* (2008) propõem uma metodologia alternativa para evitar a identificação individual de medidas temporárias nos diversos países que passa, no essencial, por determinar os desvios da tendência nas transferências de capital líquidas. Atualmente, a OCDE utiliza esta metodologia, complementando-a com a identificação de outros fatores transitórios que não estejam registados nas transferências de capital líquidas. Os valores para o conjunto das medidas temporárias podem ser obtidos por diferença em cada ano entre o saldo subjacente e o saldo ajustado do ciclo nos diferentes países.

Quanto às estimativas do FMI, e tal como atrás mencionado, não é possível obter o valor de medidas temporárias considerado no apuramento do saldo estrutural. No entanto, quando se apresentam relevantes, é frequente a sua identificação no texto ou em nota nas diversas publicações.

O gráfico 5 apresenta o valor das medidas temporárias e outros fatores transitórios em rácio do PIB considerados pela Comissão Europeia, o Banco de Portugal e a OCDE no período 2000-2014 (com exceção da Comissão Europeia que só disponibiliza os valores a partir de 2010) em Portugal. Os valores apurados pela OCDE apresentam diferenças significativas nalguns anos, enquanto nos 5 anos disponíveis para comparação as estimativas do Banco de Portugal e da Comissão Europeia são muito próximas.

### 3.3. O saldo estrutural

As diferenças nas componentes cíclicas e nos efeitos de medidas temporárias atrás analisados refletem-se diretamente nas estimativas de saldos estruturais, tal como evidenciado no gráfico 6 e quadro 2. Focando o período mais recente, o nível do saldo estrutural em Portugal assume valores razoavelmente distintos em 2014 consoante as estimativas das diferentes instituições: entre 0,8 por cento do PIB na metodologia da Comissão Europeia e 2,2 por cento do PIB nos valores apurados pelo Banco de Portugal. Esta diferença é explicada em larga medida pela discrepância nas estimativas da componente cíclica do saldo, uma vez que o contributo resultante da divergência na identificação de medidas temporárias ascende apenas a 0,3 por cento do PIB.

Em termos de determinação do esforço de ajustamento orçamental o indicador tipicamente privilegiado é a variação do saldo (primário) estrutural<sup>18</sup>. A variação do saldo estrutural, quer ano a ano, quer em termos acumulados nos últimos quatro anos, apresenta diferenças muito menores. As estimativas da OCDE para a variação em 2012 e 2013 constituem a principal exceção, sendo que a quantificação das medidas temporárias é o principal fator explicativo. De acordo com estes valores, a melhoria da posição subjacente das finanças públicas

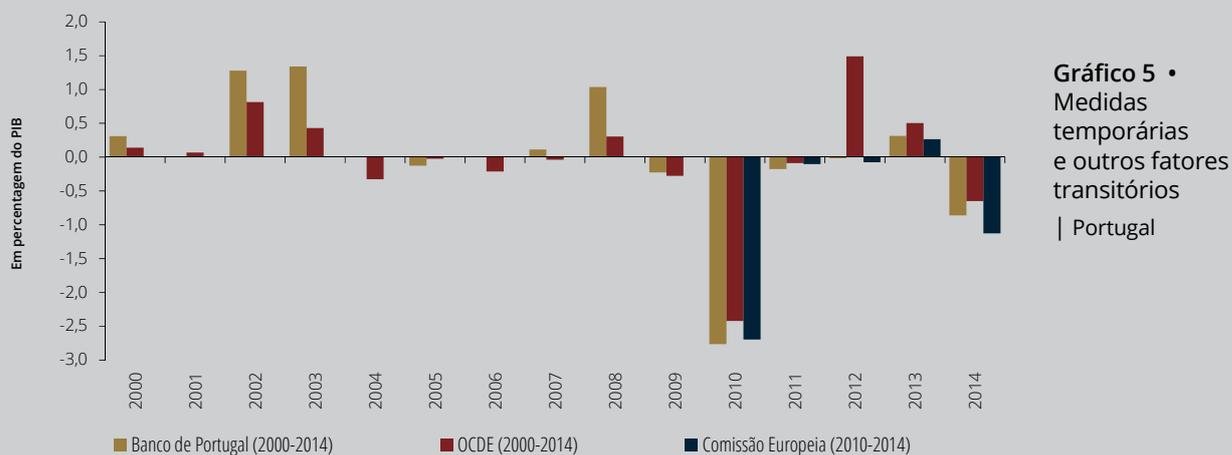
em Portugal entre 2010 e 2014 situou-se entre 6,9 e 7,9 p.p. do PIB. Se for tido em conta que neste período a despesa em juros em rácio do

PIB aumentou 2,0 p.p., a melhoria verificada ao nível do saldo primário estrutural é ainda mais significativa.

**Quadro 2 • Saldo estrutural em Portugal | Em percentagem do PIB**

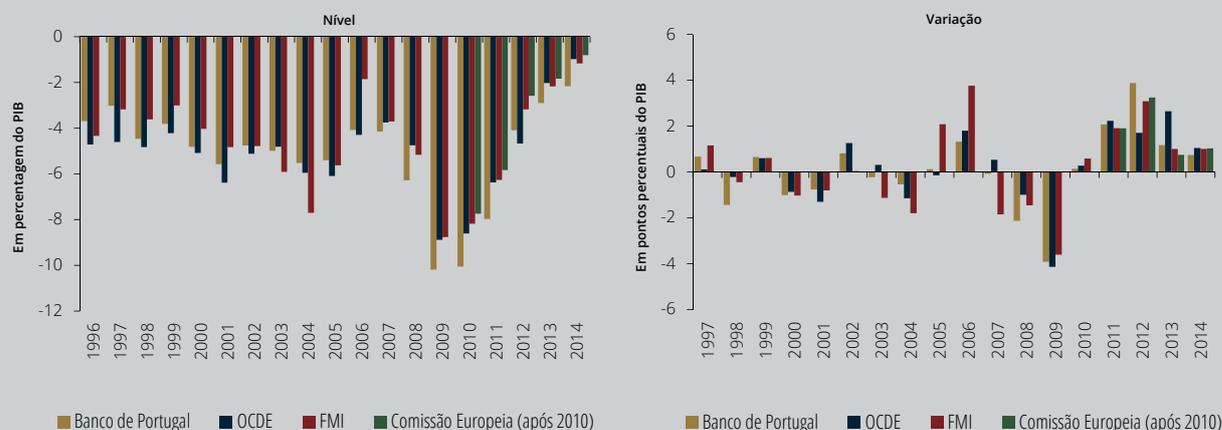
	2010	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2010-2014
	níveis					variações				
Banco de Portugal	-10,0	-8,0	-4,1	-2,9	-2,2	2,1	3,9	1,2	0,7	7,9
Comissão Europeia	-7,7	-5,8	-2,6	-1,8	-0,8	1,9	3,3	0,7	1,0	6,9
OCDE	-8,6	-6,4	-4,7	-2,0	-1,0	2,2	1,7	2,6	1,0	7,6
FMI	-8,2	-6,3	-3,2	-2,2	-1,2	1,9	3,1	1,0	1,0	7,0

Fontes: Comissão Europeia (*Spring 2015 Economic Forecasts*), FMI (*World Economic Outlook April 2015*), OCDE (*Economic Outlook June 2015*) e Banco de Portugal.



Fontes: Comissão Europeia (*Spring 2015 Economic Forecasts*), OCDE (*Economic Outlook June 2015*) e Banco de Portugal.

**Gráfico 6 • Saldo estrutural em Portugal: nível e variação | Banco de Portugal, Comissão Europeia, OCDE e FMI**



Fontes: Comissão Europeia (*Spring 2015 Economic Forecasts*), FMI (*World Economic Outlook April 2015*), OCDE (*Economic Outlook June 2015*) e Banco de Portugal.

Portugal encontra-se sujeito a um PDE desde dezembro de 2009. Em junho de 2013, o Conselho definiu um novo prazo limite para a correção da situação de défice excessivo – 2015 – e fixou ainda como metas para o défice efetivo os valores de 5,5, 4,0 e 2,5 por cento do PIB em 2013, 2014 e 2015, respetivamente, que seriam compatíveis com uma melhoria do saldo estrutural em 0,6, 1,4 e 0,5 por cento do PIB em 2013, 2014 e 2015. Em julho de 2014 o Conselho emitiu novas recomendações a Portugal que, no entanto, não alteraram as metas anteriormente estabelecidas. A última apreciação do cumprimento dos objetivos para a variação do saldo estrutural foi realizada em maio de 2015, no âmbito da avaliação da atualização do Programa de Estabilidade elaborada pela Comissão Europeia. Os resultados desta apreciação são apresentados no quadro 3. Como se pode observar, o requisito para a variação do saldo estrutural não foi cumprido em 2014, quer em termos anuais quer cumulativamente desde 2013. Para 2015 existe a perspectiva de deterioração do saldo estrutural em ambas as previsões da Comissão Europeia (Primavera de 2015) e incluídas na atualização do Programa de Estabilidade (recalculadas pelo Comissão).

A apreciação da variação do saldo estrutural com base no conceito ajustado indica um menor esforço de consolidação neste período.

A abordagem tradicional que utiliza a variação do saldo estrutural como indicador da orientação da política orçamental está abundantemente documentada na literatura. No entanto, tem sido criticada, não apenas pela questão das revisões atrás focada, mas também pelas elevadas flutuações da carga fiscal ao longo do ciclo económico, o que dificulta a estimação da componente cíclica a partir dos dados observados. Neste contexto, tem surgido no período recente (em particular, desde 2010) literatura que propõe o uso de indicadores *bottom-up* construídos com base numa métrica das medidas discricionárias adotadas pelas autoridades orçamentais. Esta abordagem, designada por "narrativa", apresenta também dificuldades substanciais de cálculo, em particular do lado da despesa onde o impacto das medidas de política é mais difícil de identificar. Com efeito, mesmo as quantificações oficiais das alterações de política fiscal carecem, regra geral, de confirmação por parte de uma entidade independente e é muito rara a sua atualização após implementação.

**Quadro 3 • Avaliação do cumprimento dos requisitos do braço corretivo do Pacto em Portugal | Em percentagem do PIB**

	2013	2014	2015	
	Comissão Europeia	Comissão Europeia	Programa de Estabilidade	Comissão Europeia
<b>Saldo efetivo</b>				
Saldo efetivo	-4,8	-4,5	-2,7	-3,1
Requisito PDE	-5,5	-4,0	-2,5	
<b>Esforço orçamental – Variação do saldo estrutural</b>				
Esforço orçamental	0,7	1,0	-0,3	-0,8
Variação acumulada desde 2013	0,7	1,7	1,4	0,9
Requisito PDE	0,6	1,4	0,5	
Requisito PDE acumulado desde 2013	0,6	2,0	2,5	
<b>Esforço orçamental ajustado – Variação ajustada do saldo estrutural</b>				
Esforço orçamental ajustado	-0,8	0,8	-	-1,2
Variação ajustada acumulada desde 2013	-0,8	0,0	-	-1,2
Requisito PDE	0,6	1,4	0,5	
Requisito PDE acumulado desde 2013	0,6	2,0	2,5	

Fonte: Comissão Europeia.

Nota: O esforço orçamental ajustado em 2013 foi obtido por diferença entre a variação ajustada acumulada em 2014 e o valor de 2014.

Adicionalmente, um indicador baseado exclusivamente numa medição das medidas de política não capta outros efeitos relevantes para a posição subjacente das finanças públicas, como por exemplo o impacto das variáveis demográficas. Por último, numa análise para diversos países pode tornar-se difícil garantir comparabilidade nos resultados, dada a ênfase quase inevitável em estimativas oficiais para o impacto das medidas orçamentais. Numa tentativa de obviar algumas destas limitações, a Comissão Europeia propôs em 2013 (*European Commission (2013)*) um indicador misto, designado por *Discretionary Fiscal Effort - DFE*, que em termos gerais utiliza a abordagem narrativa do lado da receita e a tradicional do lado da despesa. Segundo os resultados publicados em 2015 para o período 2004-2013 (Carnot e Castro (2015)), em média anual, o DFE implica um valor muito próximo do obtido com base na variação do saldo primário estrutural no caso de Portugal, sendo a diferença pouco expressiva nos três subperíodos considerados (2004-2007, 2008-2010 e 2011-2013).

#### 4. Considerações finais

A análise desenvolvida ao longo deste texto revelou que as diferenças entre as atuais estimativas para o saldo estrutural em Portugal calculadas pela Comissão Europeia, FMI, OCDE e Banco de Portugal são muito significativas. No entanto, estas reduzem-se particularmente quando se consideram as variações anuais em vez dos níveis do indicador. Adicionalmente, a descrição realizada tornou evidente que o cálculo do saldo estrutural é um assunto relativamente complexo, para o qual não existe disponibilização de toda a informação subjacente. Como em tantos outros aspetos económicos, uma maior transparência poderia desempenhar um papel muito importante na credibilização e utilização do indicador.

Não obstante a importância da dívida pública na avaliação da sustentabilidade orçamental, o conceito de saldo estrutural tem ganho relevância na análise das finanças públicas. Com efeito, apesar de todas as limitações inerentes, este é indubitavelmente um indicador fundamental cuja utilidade vai muito além da apreciação

dos requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento. O uso deste indicador na avaliação da política orçamental não dispensa, no entanto, a análise complementar do saldo efetivo, com base em informação tão desagregada quanto possível. Por outro lado, a qualidade da análise desenvolvida está dependente do conhecimento das metodologias e das limitações subjacentes ao seu cálculo.

## Anexo 1

### O cálculo da semi-elasticidade do saldo orçamental em percentagem do PIB face ao PIB na metodologia da Comissão Europeia

Na metodologia da Comissão Europeia, o cálculo da semi-elasticidade do saldo orçamental em relação ao PIB é decomposto na soma ponderada de elasticidades individuais de cinco componentes da receita (impostos sobre o rendimento das famílias, impostos sobre o rendimento das empresas, impostos indiretos, contribuições sociais e outra receita) e de duas componentes da despesa (subsídios de desemprego e outra despesa) de acordo com a seguinte fórmula:

As elasticidades individuais correspondem às apuradas pela OCDE sob a supervisão dos estados membros (tornadas públicas em Price *et al.* (2014)) e os parâmetros de ponderação correspondem aos fixados em Mourre *et al.* (2013) e têm por base médias no período 2002-2011. As elasticidades individuais são atualizadas com alguma regularidade (no passado mais recente, em 2000 e 2005<sup>19</sup>) e os ponderadores deverão ser atualizados de seis em seis anos, isto é, em cada segunda atualização dos OMP (a anterior versão usava a média no período de 1995 a 2004). O quadro seguinte apresenta os valores mais recentes para Portugal.

$$\mathcal{E}_{SO\%,PIB,PIB} = \mathcal{E}_{R\%,PIB,PIB} - \mathcal{E}_{D\%,PIB,PIB} = \left( \sum_{i=1}^5 (\mathcal{E}_{R_i,PIB} - 1) \frac{R_i}{R} \right) \frac{R}{PIB} - \left( \sum_{i=1}^2 (\mathcal{E}_{D_i,PIB} - 1) \frac{D_i}{D} \right) \frac{D}{PIB}$$

onde

$R_i$  – Rubrica  $i$  da receita

$R$  – Receita total

$D_i$  – Rubrica  $i$  da despesa

$D$  – Despesa total

$\mathcal{E}_{R_i,PIB}$  – Elasticidade da rubrica  $i$  da receita face ao PIB

$\mathcal{E}_{D_i,PIB}$  – Elasticidade da rubrica  $i$  da despesa face ao PIB

$\mathcal{E}_{R\%,PIB,PIB}$  – Semi-elasticidade da receita total em percentagem do PIB face ao PIB

$\mathcal{E}_{D\%,PIB,PIB}$  – Semi-elasticidade da despesa total em percentagem do PIB face ao PIB

$\mathcal{E}_{SO\%,PIB,PIB}$  – Semi-elasticidade do saldo orçamental em percentagem do PIB face ao PIB

**Quadro 1 •** Decomposição da semi-elasticidade do saldo orçamental em percentagem do PIB face ao PIB para Portugal | Metodologia da Comissão Europeia

	Elasticidades individuais (face ao PIB) <sup>(a)</sup>	Pesos (%) <sup>(b)</sup>	Semi-elasticidades <sup>(c)</sup>
<b>Receita</b>		<b>41,08</b>	<b>-0,02</b>
Impostos sobre o rendimento das famílias	1,97	14,02	0,06
Impostos sobre o rendimento das empresas	1,33	7,91	0,01
Impostos indiretos	1,00	34,21	0,00
Contribuições sociais	0,79	29,09	-0,03
Outra receita	0,00	14,77	-0,06
<b>Despesa</b>		<b>46,42</b>	<b>-0,53</b>
Subsídios de desemprego	-6,04	2,18	-0,07
Outra despesa	0,00	97,82	-0,45
<b>Saldo orçamental</b>			<b>0,51</b>

Fontes: Mourre *et al.* (2014) e Banco de Portugal.

Notas: (a) As elasticidades de cada uma das rubricas orçamentais face ao PIB representam o impacto percentual sobre a rubrica resultante do aumento em 1 por cento do PIB real. No seu apuramento são decompostas entre a elasticidade da rubrica orçamental face à respetiva base macroeconómica e a elasticidade da base macroeconómica em relação ao PIB. (b) No caso das rubricas individuais, os pesos representam a percentagem no total da receita e despesa. Quanto à receita e despesa total, o valor apresentado corresponde ao rácio no PIB. (c) As semi-elasticidades representam a variação da rubrica em percentagem do PIB decorrente de um aumento do PIB real em 1 por cento.

## Anexo 2

## Medidas temporárias e fatores especiais em Portugal | Impacto no saldo orçamental em percentagem do PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Perdão fiscal (2002/2003 e 2013)	.	.	0,8	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,7	.
Titularização de dívidas fiscais 2003	.	.	.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sobretaxa do IRS em 2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	0,1	.	.
Regime Excepcional de Regularização Tributária (RERT)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,0	.	0,2	.	.
Contribuição para a UE relativa a anos anteriores (2005)	.	.	.	.	.	-0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Leilão de licenças UMTS (2000)	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Outras concessões	.	.	0,5	.	.	.	.	0,1	1,0	.	0,1	.	0,2	.	.
BPN	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,0	-0,3	-0,1	.	-0,1
Execução da garantia concedida ao BPP	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,3	.	.	.	.
Reclassificação do aumento de capital na CGD	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,4	.	.
Reclassificação do aumento de capital no Banif	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,4	.
Entrega de material militar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,2	-0,7	.	.	.	.
Transferência de activos de PPP's para as AP	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,4	-0,1	.	.	.
Registo de dívida da Madeira	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	.	.	.	.
Reclassificação da Via Madeira	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,2	.	.	.
Reclassificação da dívida das empresas de transporte (Carris e STCP)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,7
Assunção da dívida garantida do Fundo de Contragarantia Mútuo	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1
<b>Total</b>	<b>0,3</b>	<b>-</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>-</b>	<b>-0,1</b>	<b>-</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,9</b>

Fontes: INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

## Referências

- Beffy, P., Ollivaud, P., Richardson, P. e Sédillot, F.**, 2006, "New OECD methods for supply-side and medium term assessments", *OECD Economics Department Working Papers*, nº. 482, OECD Publishing.
- Bornhorst, F., Dobrescu, G., Fedelino, A. Gottschalk, J. e Nakata, T.**, 2011, "When and how to adjust beyond the business cycle? A guide to structural fiscal balances", *IMF Technical Notes and Manuals*, nº. 2.
- Bouthevillain, C., Cour-Thimann, P., Van Den Dool, G., Hernández de Cos, P., Langenus, G., Mohr, M., Momigliano, S. e Tujula, M.**, 2001, "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *European Central Bank working paper series nº.77*, September.
- Braz, C.** (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma atualização", *Boletim Económico do Inverno*, Banco de Portugal.
- Carnot, N. e de Castro, F.**, 2015, "The Discretionary Fiscal Effort: an assessment of fiscal policy and its output effect", *European Economy, Economic Papers 543*, European Commission.
- D'Auria, F., Denis, C., Havik, K., Mc Morrow, K., Planas, C., Raciborski, R., Roger, W. e Rossi, A.**, 2010, "The production function approach for calculating potential growth rates and output gaps", *European Economy, Economic Papers 420*, European Commission.
- Denis, C., Mc Morrow, K. e Roeger, W.**, 2002, "Production function approach to calculating potential growth and output gaps – estimates for the EU Member States and the US", *European Economy, Economic Papers 176*, European Commission.
- Denis, C., Grenouilleau, D., Mc Morrow, K. e Roeger, W.**, 2006, "Calculating potential growth rates and output gaps – a revised production function approach", *European Economy, Economic Papers 247*, European Commission.
- European Commission**, 2003, "Public Finances in EMU- 2003", *European Economy nº. 4*.
- European Commission**, 2004, "Public Finances in EMU- 2004", *European Economy nº. 3*.
- European Commission**, 2006, "Public Finances in EMU- 2006", *European Economy nº. 3*.
- European Commission**, 2013, "Vade mecum on the Stability and Growth Pact", *European Economy, Occasional Papers 151*, European Commission
- Giorno, C., Richardson, P., Roseveare, D. e van den Noord, P.**, 1995, "Estimating potential output, output gaps and structural budget balances", *OECD Economics Department Working Papers*, nº. 152, OECD Publishing.
- Girouard, N. e André, C.**, 2005, "Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, nº. 434, OECD Publishing.
- Hagemann, R.**, 1999, "The structural budget balance: the IMF's methodology", *IMF Working Paper nº. 95*, July.
- Havik, K., Mc Morrow, K., Orlandi, F., Planas, C., Raciborski, R., Roger, W., Rossi, A., Thum-Thysen, A. e Vandermeulen, V.** 2014, "The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps", *European Economy, Economic Papers 535*, European Commission.
- Joumard, I., Monegishi, M., André, C., Nicq, C. e Price, R.**, 2008, "Accounting for one-off operations when assessing underlying fiscal positions", *OECD Economics Department Working Papers*, nº. 642, OECD Publishing.
- Koen, V. e van den Noord, P.**, 2005, "Fiscal gimmickry in Europe: one-off measures and creative accounting", *OECD Economics Department Working Papers*, nº. 417, OECD Publishing.
- Kremer J., Braz, C., Brosens, T., Langenus, G., Momigliano, S. e M. Spolander**, 2006, "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", *European Central Bank working paper series*, nº. 579.
- Lendvai, J., Moulin, L., Turrini, A.**, 2011, "From CAB to CAAB? Correcting indicators of structural fiscal positions for current account imbalances", *European Economy, Economic Papers 442*, European Commission.
- Mourre, G., Isbasoiu, G.-M., Paternoster, D. e Salto, M.**, 2013, "The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal Framework:

an update”, *European Economy, Economic Papers* 478, European Commission.

Mourre, G., Astarita, C. e Princen, S., 2014, “Adjusting the budget balance for the business cycle: the EU methodology”, *European Economy, Economic Papers* 536, European Commission.

Price, R. W., Dang, T. e Guillemette, Y., 2014, “New tax and expenditure elasticity estimates for EU budget surveillance”, *OECD Economics*

*Department Working Papers*, nº. 1174, OECD Publishing.

Teranu, E., Tuladhar, A., e Simone, A., 2014, “Structural balance targeting and output gap uncertainty”, *IMF Working Paper*, nº.107.

Van den Noord, P., 2000, “The size and role of automatic fiscal stabilizers in the 1990s and beyond”, *OECD Economics Department Working Papers*, nº. 230, OECD Publishing.

## Notas

1. O presente texto foi elaborado com informação disponível até meados de setembro, não incluindo, como tal, os dados referentes à notificação relativa ao procedimento dos défices excessivos de setembro de 2015.
2. Em inglês, “*Medium Term Objective – MTO*”.
3. Todos com exceção da República Checa e do Reino Unido. O Tratado entrou em vigor a 1 de janeiro de 2013 para os 16 Estados-Membros que completaram a sua ratificação até esta data.
4. Recomenda-se adicionalmente a consulta de *European Commission* (2013) para uma sistematização e explicação do funcionamento do Pacto de Estabilidade e Crescimento.
5. O agregado de despesa considerado exclui as despesas em juros, a despesa em programas da União Europeia totalmente financiada por fundos comunitários e alterações não discricionárias na despesa com subsídios de desemprego.
6. O filtro *HP* calcula a componente tendência de qualquer série cronológica através de um processo de média móvel bilateral ponderada, que tem subjacente a minimização de uma função de perda quadrática. A minimização desta função implica a escolha de um valor para o parâmetro de alisamento  $\lambda$  — que representa a penalização imposta para flutuações bruscas do produto potencial: um valor elevado de  $\lambda$  determina um perfil para o produto potencial mais alisado e um hiato do produto com maior amplitude, acontecendo o inverso para valores de  $\lambda$  mais reduzidos. O filtro *HP* apresenta algumas vantagens que têm levado à sua vasta utilização, nomeadamente o facto de garantir a estacionaridade do hiato do produto e de ser relativamente simples de implementar. Contudo, este método tem também algumas limitações. Em primeiro lugar, a escolha do parâmetro  $\lambda$  é em larga medida discricionária, não existindo um consenso quanto ao melhor valor a adotar para diferentes frequências dos dados. Em segundo lugar, existe o problema de enviesamento no final da amostra, comum a todos os filtros bilaterais, que leva a que o peso das últimas observações disponíveis aumente à medida que se pretende estimar o valor da tendência para períodos mais próximos do final da amostra.
7. As anteriores versões da metodologia foram apresentadas em Denis *et al.* (2002), Denis *et al.* (2006) e D’Auria *et al.* (2010).
8. Nos exercícios de projeção recentes a Comissão Europeia tem utilizado um parâmetro de alisamento igual a 10 em vez do anterior valor de 100.
9. *Non-accelerating wage rate of unemployment*.
10. Bouthevillain *et al.* (2001).
11. Braz (2006).
12. Análises desenvolvidas no âmbito do Eurosistema têm mostrado que os hiatos do produto obtidos pela aplicação do filtro *HP* têm um desempenho semelhante, em termos de revisões dos valores obtidos em tempo real, aos calculados pelas outras instituições com base em funções de produção. As últimas análises disponíveis não abarcam, no entanto, o período da recente crise.
13. *Strengthening the coordination of budgetary policies*.
14. *European Commission* (2004).
15. Esta lista considerava como medidas temporárias que melhoram o défice: i) perdões fiscais que se traduzem em receitas pontuais; ii) receitas decorrentes da venda de ativos não financeiros (imobiliário, licenças e concessões); iii) alterações temporárias na receita ou despesa, o que inclui modificações transitórias nas taxas de tributação; iv) receitas provenientes da transferência de fundos de pensões (atualmente já não é relevante dado o tratamento contabilístico destas transferências no SEC2010); v) receitas ou despesas decorrentes de decisões de tribunais ou outras autoridades judiciais; vi) operações de titularização (cuja relevância também diminuiu dada a alteração de tratamento estatístico); e vii) rendimentos excecionais de empresas públicas. Quanto às medidas que agravam o défice, a lista incluía: i) custos orçamentais de curto prazo associados a catástrofes naturais ou outros eventos excecionais (por exemplo, intervenções militares); e ii) receitas ou despesas decorrentes de decisões de tribunais ou outras autoridades judiciais.
16. *European Commission* (2006).
17. A título de exemplo refira-se o registo de dívidas da Madeira (2010), a entrega de material militar (2009 e 2010), a reclassificação de PPP’s (2010 e 2011) e a reclassificação da dívida de empresas públicas (2014).
18. O Pacto de Estabilidade e Crescimento foca apenas o saldo total estrutural mas em termos de análise económica o indicador privilegiado para a determinação do esforço de consolidação é a variação do saldo primário estrutural que exclui o efeito das despesas em juros decorrente de um *stock* de dívida acumulado no passado.
19. Van den Noord (2000) e Girouard e André (2005).

