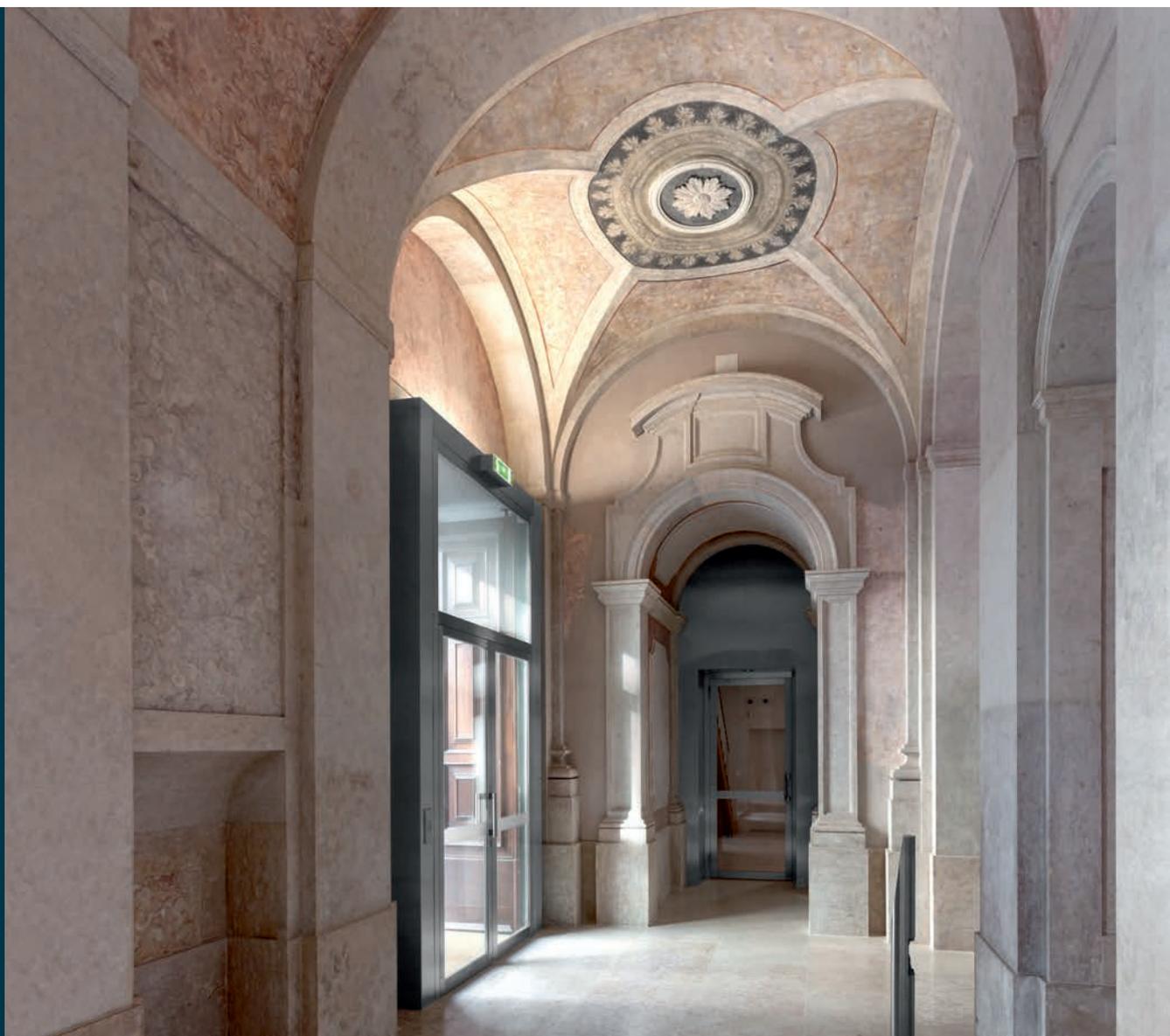




BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

Outubro 2014



BOLETIM ECONÓMICO

Outubro 2014



Lisboa, 2014 • www.bportugal.pt

Índice

I Economia Portuguesa no primeiro semestre de 2014

Apreciação global | 7

1. Enquadramento internacional | 9

Caixa | A recuperação da atividade económica na área do euro desde a Grande Recessão | 16

2. Política e situação orçamental | 19

3. Oferta | 23

4. Procura | 31

Caixa | Revisões das séries de contas nacionais e da balança de pagamentos | 39

5. Preços | 44

6. Balança de pagamentos | 48

II Projeções para a economia portuguesa para 2014 | 57

Caixa | Hipóteses do exercício de projeção | 60

III Artigos

Afetação de recursos, produtividade e crescimento em Portugal | 65

As propriedades cíclicas do mercado laboral português: uma perspetiva macroeconómica no contexto da OCDE | 77

Uma análise do mercado do medicamento em Portugal | 89

Reformas estruturais na área do euro | 105





ECONOMIA PORTUGUESA NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2014

Apreciação global

1. Enquadramento internacional
2. Política e situação orçamental
3. Oferta
4. Procura
5. Preços
6. Balança de pagamentos

Apreciação global

Em maio de 2014, Portugal finalizou o Programa de Assistência Económica e Financeira. A economia portuguesa recuperou o acesso a financiamento nos mercados de dívida internacionais, para o que contribuiu o aprofundamento institucional a nível europeu, uma perceção de risco mais favorável face aos emitentes europeus, bem como os progressos alcançados na correção de algumas fragilidades estruturais que a caracterizavam. Em particular, ao longo dos últimos três anos, observou-se um assinalável esforço de consolidação orçamental, uma melhoria acentuada das contas externas – registando-se um excedente da balança corrente e de capital desde 2012 –, bem como uma desalavancagem gradual e ordenada do setor bancário, consistente com a desalavancagem do setor privado não financeiro.

Desde meados de 2013, a economia portuguesa iniciou uma recuperação económica gradual. Esta trajetória de recuperação tem-se revelado mais lenta e menos expressiva do que o observado em anteriores episódios recessivos. Os desequilíbrios estruturais da economia portuguesa, em particular o elevado endividamento dos setores privado e público, bem como a forte queda do investimento observada nos últimos anos, estarão a contribuir para esta evolução. Note-se igualmente que este perfil de recuperação tem sido análogo ao observado na área do euro, o que estará associado ao facto de a recessão na área ter tido origem numa crise financeira, a que sucedeu uma crise de dívida soberana.

No primeiro semestre de 2014, a atividade económica em Portugal registou uma relativa estabilização face ao semestre anterior e apresentou um crescimento moderado face ao semestre homólogo (0,9 por cento). Esta evolução decorre de uma recuperação da procura interna privada, com destaque para o consumo e para o investimento em máquinas, equipamento e material de transporte, conjugada com um menor crescimento das exportações, em grande medida explicado pela interrupção temporária da atividade de uma empresa do setor dos combustíveis. A nível setorial, continuou a verificar-se uma reafetação de recursos dos setores não transacionáveis para os transacionáveis, indispensável para a correção dos desequilíbrios macroeconómicos acumulados nas últimas décadas. Neste âmbito,

destaca-se a dinâmica positiva das empresas exportadoras – tanto na indústria transformadora como nos serviços de turismo – enquanto a construção manteve a tendência estrutural de redução do valor acrescentado. Assim, no primeiro semestre de 2014, o peso das exportações no PIB ascendeu a perto de 40 por cento, cerca de 10 pontos percentuais acima do registado em 2010.

Esta evolução da atividade foi acompanhada de uma melhoria nas condições de financiamento das sociedades não financeiras. Por um lado, continuou a observar-se uma diminuição gradual das taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos bancários, nomeadamente com uma diminuição dos diferenciais face às taxas de referência no mercado monetário. Estes diferenciais permanecem, contudo, em níveis elevados face à média histórica, não obstante as medidas de política monetária adotadas pelo BCE. Por outro lado, as condições de concessão de crédito apresentaram neste semestre uma menor restritividade, em particular para as empresas com melhor perfil de risco. Em termos globais, a evolução dos fluxos de crédito continua a ser consistente com o processo de transferência de recursos para o setor de bens transacionáveis, observando-se uma orientação crescente dos fluxos de crédito para empresas com maior produtividade, melhor perfil de risco e mais orientadas para os mercados externos.

O conjunto de indicadores do mercado de trabalho é igualmente consistente com o ritmo de recuperação económica e com a respetiva composição setorial. Estes indicadores apontam para a continuação do crescimento do emprego por conta de outrem no setor privado – para o que estarão também a contribuir as políticas ativas de emprego – e para a queda do emprego no setor das administrações públicas. Neste contexto, importa notar que o emprego ainda se situa em níveis próximos dos observados em meados da década de 90. A taxa de desemprego tem apresentado um perfil descendente desde meados de 2013, situando-se em 14,5 por cento no primeiro semestre. Sublinhe-se, no entanto, que o desemprego de longa duração se situa ainda num nível muito elevado, não obstante a redução moderada observada no primeiro semestre de 2014. A diminuição do elevado desemprego estrutural que caracteriza a

economia portuguesa é um desafio importante para a condução da política económica.

Num quadro de recuperação de componentes da procura interna com elevado conteúdo importado e de desaceleração das exportações de bens e serviços, a capacidade de financiamento externo da economia no primeiro semestre, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital, ainda assim apresentou uma relativa estabilidade face ao período homólogo. A posição devedora de investimento internacional voltou a apresentar um aumento em percentagem do PIB, refletindo fundamentalmente um efeito negativo de variação de preço. Este efeito é explicado essencialmente pelo aumento do preço da dívida de longo prazo das administrações públicas e das sociedades não financeiras, associado à redução das taxas de juro de longo prazo da dívida portuguesa nos mercados internacionais.

No primeiro semestre de 2014, os preços no consumidor em Portugal registaram uma descida de 0,2 por cento em termos homólogos, mantendo-se um diferencial de -0,8 pontos percentuais face à média da área do euro. A redução de preços resultou sobretudo da evolução dos preços dos bens alimentares não transformados e, durante o primeiro trimestre, também do comportamento dos preços dos bens energéticos. A variação dos preços excluindo estas componentes mais voláteis permaneceu positiva. As pressões inflacionistas continuam, no entanto, muito limitadas, nomeadamente dado o elevado nível de desemprego, conjugado com uma tendência de redução dos preços de importação de mercadorias excluindo bens energéticos.

De acordo com as projeções apresentadas neste Boletim, a atividade deverá aumentar no segundo semestre de 2014, sendo sustentada numa recuperação da procura interna e das exportações de bens e serviços face ao primeiro semestre. Para o conjunto de 2014, projeta-se um crescimento do PIB de 0,9 por cento, o que representa uma revisão em baixa de 0,2 pontos percentuais face à projeção apresentada no Boletim Económico de junho. Esta revisão é essencialmente explicada por uma revisão em baixa do consumo público, bem como pela incorporação de informação mais recente relativa ao comércio externo. Por seu turno, a inflação deverá aumentar na segunda metade do ano, projetando-se uma variação nula do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para o

conjunto do ano. Sublinhe-se que estas projeções para 2014 mantêm alguns traços do ajustamento macroeconómico em curso, incluindo um excedente significativo da balança corrente e de capital (2,2 por cento do PIB), bem como a continuação do processo de consolidação orçamental.

Os desafios que a economia portuguesa enfrenta não podem ser minorizados. O processo de re-equilíbrio estrutural da economia e o ajustamento macroeconómico exigem aprofundamento, de forma a assegurar uma correção sustentável dos desequilíbrios acumulados desde meados da década de 90, designadamente ao nível do endividamento externo. Neste contexto, o processo de desalavancagem dos setores público e privado deverá continuar a caracterizar a economia portuguesa no médio prazo. No futuro próximo, este processo será particularmente exigente, nomeadamente dado o baixo crescimento nominal nos principais parceiros comerciais da economia portuguesa, com destaque para a área do euro. Adicionalmente, será importante minimizar o impacto sobre a economia real dos desenvolvimentos recentes no sistema financeiro nacional, nomeadamente no que se refere à continuidade do processo de intermediação financeira. A preservação da estabilidade financeira, condição também indispensável para a sustentabilidade do crescimento económico, exige a manutenção de rácios de capital elevados – que, nesta fase, poderão resultar da continuação do processo de venda de ativos não estratégicos e de um esforço continuado de melhoria da rentabilidade do setor bancário –, bem como um crescente fortalecimento dos modelos de governo interno das instituições. No que se refere à redução da dívida e do défice das administrações públicas, é imperativo o cumprimento dos requisitos estabelecidos a nível europeu, de forma a assegurar a sustentabilidade das finanças públicas. Por seu turno, no setor privado não financeiro, um importante desafio é a alteração da estrutura de financiamento das empresas, privilegiando o reforço dos capitais próprios, de forma a compatibilizar a desalavancagem e a recuperação do investimento privado. Finalmente, em termos estruturais, a criação de incentivos adequados à inovação, à mobilidade de fatores e ao investimento em capital físico e humano será fundamental para promover o reinício sustentado do processo de convergência real com a média da área do euro.

1. Enquadramento internacional

Manutenção da recuperação gradual da atividade económica mundial com diferenças acentuadas entre países

No primeiro semestre de 2014 continuou a assistir-se a uma recuperação da economia mundial a um ritmo moderado e com diferenças acentuadas entre economias. De acordo com a informação disponível, o PIB mundial cresceu em média cerca de 3,2 por cento no primeiro semestre face ao período homólogo do ano anterior. Este valor, idêntico ao do conjunto do ano de 2013, reflete um crescimento de 2,2 por cento nos Estados Unidos (EUA), 1,3 por cento no Japão, 3,1 por cento no Reino Unido, 0,8 por cento na área do euro e 7,4 por cento na China.

Em termos gerais, este ritmo de crescimento na economia global é inferior ao anteriormente previsto. A recuperação da atividade económica deverá prosseguir na segunda metade do ano, esperando-se, em grande parte das economias avançadas, a atenuação das políticas de consolidação orçamental e a manutenção de políticas monetárias acomodáticas. As previsões do FMI apresentadas na edição de julho de 2014 do *World Economic Outlook* reveem em baixa o crescimento económico mundial para 2014 enquanto para 2015 as revisões são, em geral, de menor magnitude (Quadro 1.1).

Quadro 1.1 • Previsões para o Produto Interno Bruto | Taxa de variação real

	WEO Update julho 2014			Revisões face ao WEO de abril de 2014 (p.p.)	
	2013	2014	2015	2014	2015
Economia mundial	3,2	3,4	4,0	-0,3	0,0
Economias avançadas	1,3	1,8	2,4	-0,4	0,1
EUA	1,9	1,7	3,0	-1,1	0,1
Japão	1,5	1,6	1,1	0,3	0,1
Reino Unido	1,7	3,2	2,7	0,4	0,2
Área do euro	-0,4	1,1	1,5	0,0	0,1
Alemanha	0,5	1,9	1,7	0,2	0,1
França	0,3	0,7	1,4	-0,3	-0,1
Itália	-1,9	0,3	1,1	-0,3	0,0
Espanha	-1,2	1,2	1,6	0,3	0,6
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	4,7	4,6	5,2	-0,2	-0,1

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook (WEO)*.

O enquadramento internacional da economia portuguesa é fortemente marcado pela evolução da atividade na área do euro. A recuperação das economias da área do euro está a verificar-se a um ritmo inferior ao observado em anteriores episódios recessivos, com o PIB real a situar-se ainda num nível inferior ao registado antes do início da crise económica e financeira (Gráfico 1.1 e Caixa “A recuperação da atividade económica na área do euro desde a Grande Recessão”).

O crescimento económico moderado na área do euro consubstancia também uma elevada heterogeneidade entre Estados-Membros

Países como a Alemanha ou a França, que em 2011 já tinham recuperado o nível de atividade anterior à crise, apresentam taxas de crescimento ainda moderadas, tendo a Alemanha registado uma contração não antecipada no segundo trimestre de 2014. Por seu turno, as principais economias do sul da Europa ainda registam um nível de atividade económica significativamente abaixo do verificado antes do início da crise.

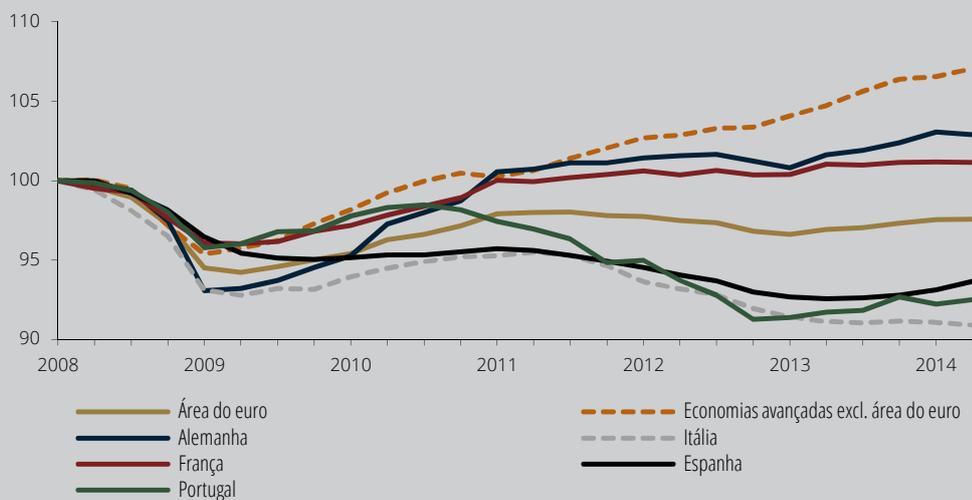
O comportamento das economias da área do euro reflete a prevalência de fragmentação dos

mercados financeiros, bem como a re-estruturação em curso dos balanços dos setores privado e público e os elevados níveis de desemprego em alguns dos Estados-Membros. Após um período de ajustamento para correção dos principais desequilíbrios macroeconómicos que caracterizavam algumas economias da área, as reformas estruturais potenciadoras de maior produtividade e crescimento estão a prosseguir a um ritmo diferenciado entre países, sendo que tipicamente não se tratam de processos homogéneos nem produzem resultados de forma imediata. A prossecução do processo de transformação estrutural será também necessária para a consolidação do ajustamento macroeconómico já efetuado.

Procura externa dirigida à economia portuguesa mantém tendência de recuperação

Não obstante o crescimento moderado da área do euro como um todo, a procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa acelerou para 4,3 por cento no primeiro semestre de 2014 em termos homólogos (1,6 por cento em 2013) (Quadro 1.2). Para esta aceleração da procura externa foi determinante a recu-

Gráfico 1.1 •
Produto Interno Bruto
| Índice 2008T1 = 100



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

peração da atividade económica em Espanha, registada de forma continuada desde o terceiro trimestre de 2013, bem como o maior dinamismo no primeiro trimestre de 2014 protagonizado pela Alemanha. Por seu turno, as importações dos parceiros comerciais extra-área do euro mantiveram um crescimento significativo, com destaque para os EUA.

Em termos prospetivos, é projetado um crescimento da procura externa de 3,9 por cento para o conjunto do ano de 2014, valor idêntico ao crescimento previsto para a procura intra-área do euro e à previsão do FMI para o crescimento do comércio mundial, que ainda se situa em níveis moderados. Note-se que em termos de média de longo prazo, desde a década de 1970 até 2007, o comércio global cresceu a uma taxa anual superior a 6 por cento.

Inflação na área do euro voltou a descer ao longo de 2014, atingindo níveis muito reduzidos

Após a diminuição da inflação observada ao longo de 2012, refletindo essencialmente a queda da componente energética, observou-se uma diminuição mais acentuada da inflação em 2013 extensível agora a todas as componentes. Nos primeiros oito meses de 2014, a taxa de inflação prosseguiu uma trajetória descendente, atingindo em agosto uma taxa de variação homóloga de 0,4 por cento. A evolução recente da inflação reflete, principalmente, o comportamento dos bens alimentares e energéticos. A inflação excluindo estes itens manteve-se em torno de 0,8 por cento desde o início do ano.

Quadro 1.2 • Procura Externa de Bens e Serviços | Taxa de variação homóloga real, em percentagem

	Pesos ^(b)	2011	2012	2013	2013		2014
					S1	S2	S1
Procura externa (BCE)^(a)	100,0	4,2	-0,2	1,6	0,7	2,5	4,3
Procura externa intra-área do euro	66,3	3,2	-2,4	0,7	-0,5	1,9	4,7
da qual:							
Espanha	27,1	-0,1	-5,7	0,4	-0,9	1,6	6,2
Alemanha	13,7	7,3	0,4	3,2	1,8	4,7	4,4
França	12,5	6,5	-1,2	1,9	0,7	3,1	3,0
Itália	3,9	1,4	-7,1	-2,9	-4,7	-1,0	1,5
Procura externa extra-área do euro	33,7	6,3	4,4	3,5	3,2	3,7	3,6
da qual:							
Reino Unido	5,6	1,0	3,1	0,5	-0,1	1,2	-0,4
Estados Unidos	3,5	5,5	2,3	1,1	0,4	1,9	3,4
Por memória:							
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		6,2	2,8	3,1			
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		6,2	2,1	2,6	1,7	3,5	3,2

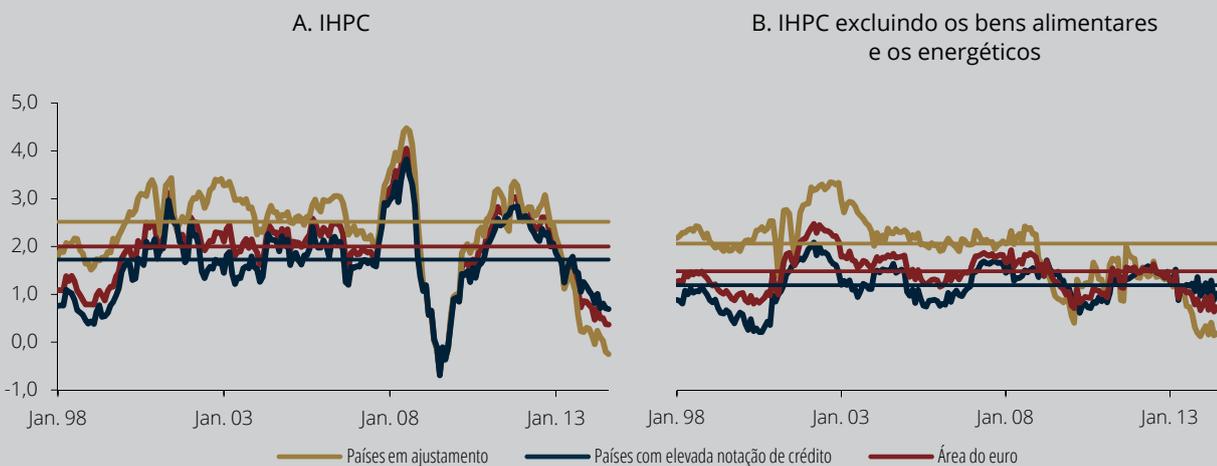
Fontes: BCE, FMI, *Netherlands Bureau for Economics Analysis* (CPB) e *Thomson Reuters*.

Notas: 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.

Numa análise de longo prazo, os níveis de inflação atuais são involuntariamente baixos quando comparados com a média quer antes da crise, quer no período pós-crise. Isto é válido para a inflação avaliada em termos da variação quer do IHPC total quer do IHPC excluindo os bens alimentares e os energéticos e observa-se nos países de elevada notação de crédito e, sobretudo, nos países em ajustamento (Gráfico 1.2).

São vários os fatores que concorrem para este resultado: por um lado, a apreciação do euro e a diminuição dos preços internacionais das matérias-primas; por outro lado, a procura agregada na área do euro, que tem registado níveis inferiores ao potencial, contribuindo para um crescimento moderado dos custos salariais e das margens de lucro das empresas. Note-se ainda que as expectativas de inflação de curto e

Gráfico 1.2 • Taxa de variação homóloga dos preços na área do euro – Países em ajustamento *versus* países de elevada notação de crédito | Em percentagem



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Países com elevada notação incluem a Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e Países Baixos. Países em ajustamento incluem Chipre, Espanha, Itália, Irlanda, Grécia e Portugal. As linhas horizontais correspondem às médias no período apresentado.

Gráfico 1.3 • Taxas de inflação esperadas calculadas a partir de swaps de inflação | Em percentagem



Fontes: Bloomberg e cálculos do Banco de Portugal.

médio prazo têm apresentado uma continuada tendência descendente desde o início de 2013, que se tem vindo a transmitir para as expectativas de mais longo prazo (Gráfico 1.3). No contexto de uma união monetária, estas expectativas de longo prazo têm um impacto relevante na inflação corrente, contribuindo de forma decisiva para a dinâmica de formação de preços e salários. Desta forma, é essencial que as expectativas de inflação se mantenham ancoradas no objetivo de estabilidade de preços e é de notar que, no período mais recente, desde final de agosto, as expectativas de curto e médio prazo têm retomado a trajetória de convergência para esse objetivo.

⋮ BCE toma novas medidas de política monetária e de estímulo do crédito à economia real

Nas economias avançadas, as políticas monetárias têm-se mantido acomodáticas, mas com algumas diferenças entre a área do euro e restantes países. As decisões tomadas pelo BCE ao longo de 2014 têm visado tornar a política mais acomodática. Por seu turno, nos EUA e no Reino Unido existem alguns sinais de que se poderá estar a regressar à normalização da política monetária, nomeadamente pela diminuição do ritmo mensal de compras de ativos por parte da Reserva Federal, existindo a perspetiva de subida das taxas de juro de referência destes bancos centrais em 2015.

Num contexto de inflação invulgarmente baixa, de fraco crescimento económico e de contração do crédito às empresas não financeiras, o BCE anunciou em junho de 2014 um conjunto de medidas destinadas a tornar a política monetária ainda mais acomodática e apoiar a disponibilização de crédito à economia real. Em síntese, a decisão abrangeu, com efeitos imediatos, reduções nas taxas de juro oficiais, com a taxa de depósito a descer para um valor negativo, o prolongamento dos procedimentos de leilão de taxa fixa com colocação integral da procura e a suspensão do programa de es-

terilização da liquidez criado no âmbito do programa de intervenções nos mercados de títulos de dívida. Em junho, o BCE decidiu ainda adotar operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas para a disponibilização de crédito bancário às empresas não financeiras e famílias (excluindo empréstimos à habitação) e a intensificação dos trabalhos preparatórios no sentido de se poderem vir a realizar aquisições definitivas de instrumentos de dívida titularizados. Em setembro, o BCE voltou a descer as taxas oficiais (em 10 pontos base) e anunciou o início da compra de ativos do setor privado não financeiro no âmbito deste programa de aquisições definitivas de instrumentos de dívida titularizados. As taxas de juro oficiais situam-se agora em mínimos históricos: a taxa das operações principais de refinanciamento em 0,05 por cento, a taxa de depósito em -0,2 por cento e a taxa da facilidade permanente da cedência de liquidez em 0,3 por cento. Adicionalmente, o BCE anunciou um novo programa de aquisição de *covered bonds* (obrigações hipotecárias e obrigações sobre o setor público) emitidas por instituições financeiras monetárias da área do euro. No que respeita à orientação futura da política monetária, o BCE referiu que as taxas de juro oficiais se encontram atualmente no limite inferior (*lower bound*) e reforçou o compromisso de recorrer a medidas de política monetária não convencionais adicionais de forma a fazer face a riscos de um período demasiado longo de baixa inflação. Na sequência do anúncio destas medidas, as expectativas de inflação de médio e longo prazo interromperam a trajetória descendente que vinham a exibir (Gráfico 1.3).

⋮ Maior apetite pelo risco e baixa volatilidade nos mercados financeiros internacionais

No primeiro semestre de 2014, o quadro generalizado de baixa inflação e de baixo crescimento na área do euro deverá ter contribuído para uma diminuição das taxas de juro de obrigações soberanas e das empresas, incluindo bancos, em vários Estados-Membros (Gráfico 1.4).

Esta evolução contrasta com a de outras economias avançadas como os EUA ou o Reino Unido, onde se assistiu a uma estabilização destas taxas desde o início do ano.

Em paralelo, uma maior apetência pelo risco por parte dos investidores e a melhoria de confiança contribuíram também para a compressão dos diferenciais das taxas de juro de dívida

Gráfico 1.4 •
Taxas de juro de
dívida pública
a dez anos
| Em percentagem



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 1.5 • Taxas de juro de novos
empréstimos na área do euro | Em percentagem



Gráfico 1.6 • Área do euro – Empréstimos ajustados
de vendas e titularizações | Taxa de variação anual,
em percentagem



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Países com elevada notação incluem a Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e Países Baixos. Países em ajustamento incluem Chipre, Espanha, Itália, Irlanda, Grécia e Portugal. Última observação: julho 2014.

pública na área do euro face à Alemanha, com destaque para as economias em ajustamento, incluindo Portugal. Neste contexto, os mercados financeiros mundiais têm exibido uma reduzida volatilidade nos vários segmentos desde sensivelmente meados de 2013. Os mercados bolsistas, em particular dos EUA e da área do euro, apresentaram uma tendência de recuperação que foi mais acentuada na segunda metade de 2013. Adicionalmente, num quadro de liquidez abundante a nível global, existem mercados de ativos que têm apresentado uma valorização significativa desde 2013, com destaque para os mercados de habitação em alguns países, incluindo os EUA, Reino Unido e Alemanha.

Persistência da fragmentação financeira na área do euro, apesar da melhoria das condições monetárias e financeiras

Nos sete primeiros meses de 2014, continuou a verificar-se um menor ritmo de contração dos empréstimos às empresas não financeiras na

área do euro, bem como uma relativa estabilização dos empréstimos às famílias. Não obstante, persiste uma elevada diferenciação entre países ao nível da evolução das taxas de juro praticadas e dos montantes de crédito concedidos (Gráficos 1.5 e 1.6).

Os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na área do euro divulgado em julho denotaram alguns sinais positivos no segundo trimestre de 2014. De facto, pela primeira vez desde o segundo trimestre de 2007, os bancos revelaram um ligeiro alívio nos critérios de concessão de crédito às empresas, tanto grandes como de menor dimensão (Gráfico 1.7)¹. No caso das famílias, os bancos continuaram a aliviar moderadamente os critérios de concessão de crédito (para habitação e consumo). É ainda de assinalar um aumento da procura de crédito pelo segundo trimestre consecutivo, quer por parte das famílias quer por parte das empresas, que, pela primeira vez desde o segundo trimestre de 2011, terão aumentado as necessidades de financiamento para investimento.



Gráfico 1.7 •
Área do euro
– Critérios
de concessão
de crédito
às empresas
não financeiras
| Índice de difusão

Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Um valor positivo (negativo) significa maior restritividade (alívio) nos critérios de concessão de empréstimos face ao trimestre anterior.

Caixa: A recuperação da atividade económica na área do euro desde a Grande Recessão

A crise financeira global de 2008 resultou na mais forte recessão económica na área do euro e na recuperação mais débil das últimas décadas (Gráfico 1). Entre o primeiro trimestre de 2008 e o segundo trimestre de 2009, o PIB na área do euro caiu cerca de 5 por cento, o que compara com cerca de 1 por cento em média nas recessões anteriores para um período análogo. A recessão foi muito sincronizada entre as maiores economias da área do euro. Nos cinco anos seguintes, a atividade económica na área do euro cresceu apenas 3,5 por cento, e de forma muito heterogénea, o que contrasta com um crescimento de 15 por cento nas anteriores recuperações económicas. Esta evolução enquadra-se dentro da evidência empírica de que as recessões precedidas por crises financeiras e com elevada sincronização entre países tendem a ser mais profundas e com um perfil de recuperação mais fraca e prolongada.

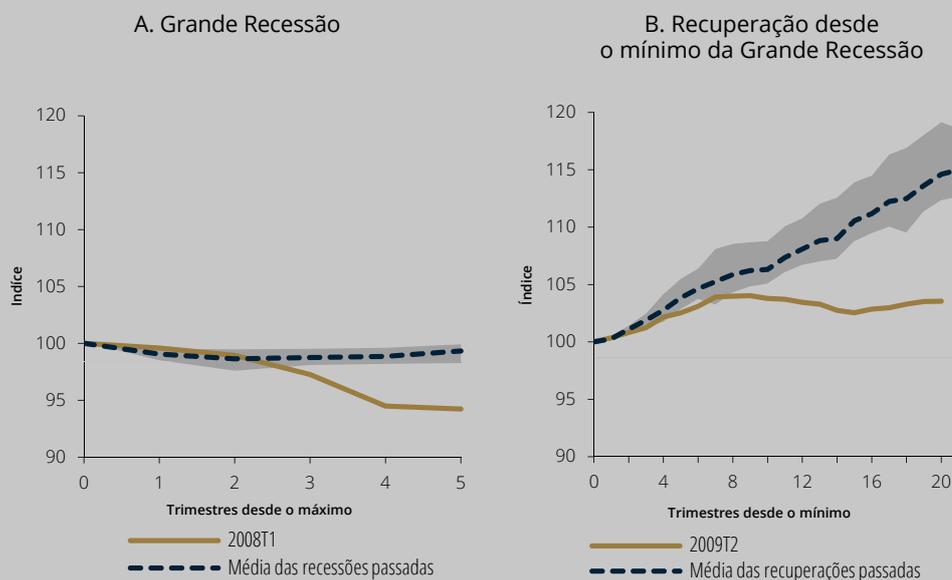
A recuperação económica na área do euro desde o terceiro trimestre de 2009 até ao terceiro trimestre de 2011 foi apenas ligeiramente mais fraca do que os episódios recessivos anteriores. No entanto, a recuperação foi interrompida pela eclosão da crise da dívida soberana, tendo a área do euro regressado a um quadro recessivo no último trimestre de 2011. Desde o segundo trimestre de 2013, observou-se um crescimento muito ligeiro da atividade económica na área do euro, não sendo ainda suficiente para recuperar o nível de PIB anterior à eclosão da dívida soberana.

Em contraste com o período recessivo de 2008/09, o ciclo de recuperação económica na área do euro foi caracterizado por uma elevada heterogeneidade entre países (Gráfico 2). Quando se analisam as quatro maiores economias, verifica-se que, no caso da Alemanha, o perfil de recuperação foi o mais dinâmico, e globalmente consistente com episódios de recuperação anteriores. Nas outras três economias, a evolução do PIB foi mais fraca que em episódios anteriores, o que terá refletido as fragilidades estruturais destas economias. A França apresentou uma evolução semelhante à média da área do euro, enquanto em Itália e em Espanha a contração económica foi claramente mais acentuada, em particular decorrente da crise da dívida soberana. No segundo trimestre de 2014, o PIB em França e na Alemanha encontrava-se 5 e 10 por cento acima do nível registado no segundo trimestre de 2009, enquanto em Itália e em Espanha se encontrava abaixo em cerca de 2 por cento.

Tendo por base uma amostra de economias avançadas desde 1960, Terrones, Scott e Kannan (2009) concluem que uma recessão associada a crises financeiras com elevada sincronização tem uma duração média de cerca de 7 trimestres e implica uma queda do PIB de cerca de 5 por cento². A recessão económica de 2008/09 na área do euro não se distinguiu significativamente deste padrão. O mesmo estudo aponta para que o número de trimestres de recuperação até se atingir o nível do pico anterior à recessão seja igualmente cerca de 7 trimestres. O período de recuperação económica na área do euro depois da Grande Recessão distingue-se dessa evidência, pois, como já referido, ainda não se atingiu o nível do máximo anterior à crise.

Reinhart e Rogoff (2014) apresentam evidência no sentido de mostrar que a evolução observada nesta crise financeira tem, todavia, precedentes em termos históricos. Estes autores analisam o período entre 1857 e 2013, quer para economias avançadas quer para economias de mercado emergentes. Os resultados para 63 episódios de crises financeiras nas economias avançadas, ainda assim mais moderados do que nas economias de mercado emergentes, sugerem que, em média, o PIB *per capita* em termos reais cai cerca de 10 por cento, as recessões duram cerca de 3 anos e as recuperações demoram cerca de 4 anos até se atingir o nível de PIB *per capita* anterior à crise.

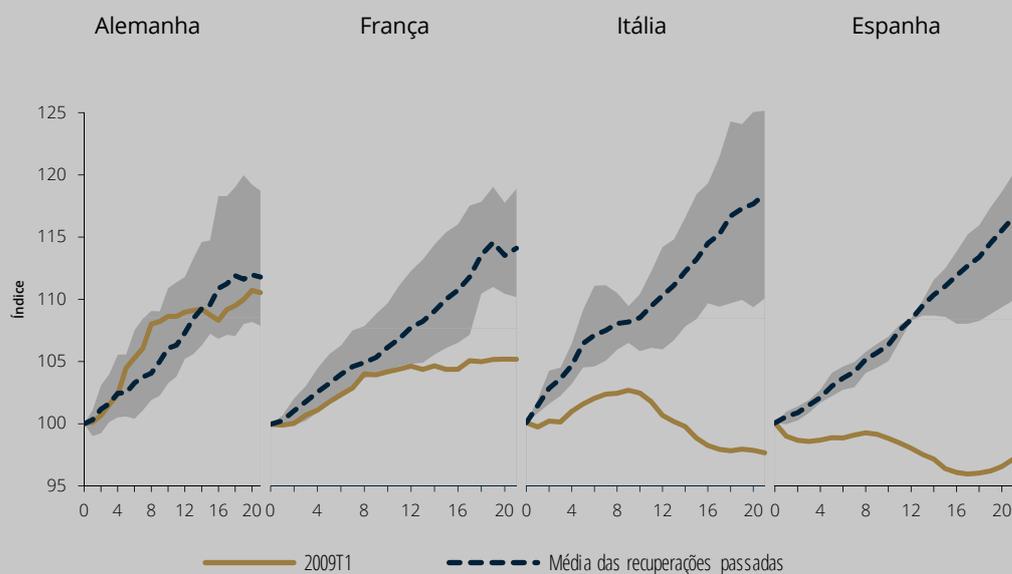
Gráfico 1 • PIB na área do euro



Fontes: *Centre for Economic Policy Research (CEPR)*, *Eurostat* e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: O momento 0 corresponde ao ponto mais alto e mais baixo do ciclo económico antes e depois da recessão económica de 2008-09 na datação do CEPR.

Gráfico 2 • Crescimento do PIB desde o mínimo da Grande Recessão



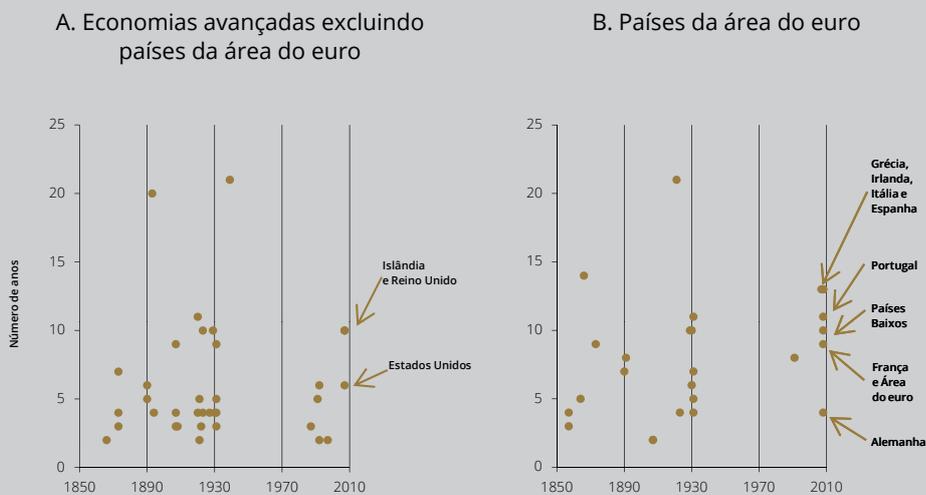
Fontes: *Economic Cycle Research Institute (ECRI)*, *Eurostat* e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: O momento 0 assinala o ponto mais baixo do ciclo. A datação dos ciclos é determinada pelo ECRI para cada economia no período entre 1975 e 2013. No caso de França foi identificado um novo mínimo no 2012T4. Para efeitos de comparabilidade, no caso de Espanha incluiu-se um mínimo em 1975T1 correspondente ao ciclo económico da área do euro. As áreas a sombreado correspondem aos pontos mínimo e máximo do crescimento nas recuperações anteriores.

Deste modo, são necessários em média 7 anos para voltar ao nível de rendimento anterior à recessão (Gráfico 3). No caso da Grande Recessão, para diversas economias da área do euro, em particular para aquelas sob pressão, é estimado que o PIB *per capita* em 2018 ainda se situe abaixo do nível anterior à crise (em 2007)³. Para a área do euro como um todo, o PIB *per capita* deverá recuperar o nível registado antes da Grande Recessão em 2016.

Deste modo, conclui-se que a atual recuperação na área do euro é caracterizada por uma dinâmica particularmente fraca, mesmo quando confrontada com episódios históricos caracterizados por crises financeiras.

Gráfico 3 • Número de anos para voltar ao máximo anterior à recessão



Fontes: Reinhart e Rogoff (2014) e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Alguns pontos no gráfico correspondem a recessões em vários países. A variável de referência em Reinhart e Rogoff (2014) é o PIB real per capita. Na recessão mais recente, os resultados do estudo baseiam-se nas previsões do FMI. Estas previsões foram atualizadas com o WEO de abril de 2014, cujo horizonte de previsão termina em 2019. No caso da crise de 2008, o pico anterior à crise não é atingido até essa data na Grécia, Irlanda, Itália e Espanha. Assim, à semelhança dos autores do estudo, assumiu-se que tal acontecerá no ano imediatamente a seguir, ou seja, em 2020. Foi ainda incluída uma estimativa para a área do euro.

Referências: Reinhart, Carmen M. e Kenneth S. Rogoff, 2014, "Recovery From Financial Crises: Evidence From 100 Episodes", *Working Paper 19823*, NBER;

Torrões, Marco E., Alasdair Scott e Prakash Kannan, 2009, "From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?", *World Economic Outlook* de abril de 2009 do Fundo Monetário Internacional.

2. Política e situação orçamental

A alteração do referencial metodológico relevante no âmbito do procedimento dos défices excessivos não afeta de forma significativa o cumprimento do objetivo para o défice em 2014

A informação de Contas Nacionais divulgada pelo INE a 30 de setembro baseia-se na nova versão do Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC 2010), que passou a ser o referencial relevante na ótica do procedimento dos défices excessivos. Os novos valores para os principais agregados de finanças públicas relativos aos períodos de 2010 a 2013 são apresentados no quadro 2.1. Face ao anterior reporte do *Eurostat*, o défice orçamental de 2013 em percentagem do PIB manteve-se inalterado em 4,9 por cento e a estimativa para o rácio da dívida pública no final de 2013 situa-se atualmente em 128,0 por cento do PIB (1,0 por cento abaixo da anterior estimativa). Para uma análise das principais alte-

rações que decorrem da aplicação do SEC 2010, ver Caixa “Revisões das séries de contas nacionais e da balança de pagamentos”.

No âmbito da notificação do procedimento dos défices excessivos, o Ministério das Finanças reviu para 4,8 por cento do PIB a estimativa para o défice das administrações públicas em 2014. No entanto, quando corrigido de efeitos pontuais relacionados com as operações de financiamento do Estado às empresas públicas de transporte (Carris e STCP), com impacto de 0,7 por cento do PIB, e com a assunção de perdas associadas ao BPN Crédito, no montante de 0,1 por cento do PIB, este valor é compatível com o objetivo para o défice de 4,0 por cento, reiterado na segunda alteração ao Orçamento do Estado para 2014⁴, aprovada no início de setembro. Relativamente ao rácio da dívida em percentagem do PIB, o Ministério das Finanças prevê atualmente uma redução marginal deste indicador, para 127,8 por cento, que tem implícita ajustamentos défice-dívida negativos de montante não negligenciável.

Quadro 2.1 • Principais indicadores orçamentais | Em percentagem do PIB

	2010	2011	2012	2013
Saldo total	-11,2	-7,4	-5,5	-4,9
Medidas temporárias	-1,1	0,1	0,0	0,3
Fatores especiais	1,5	0,3	0,0	0,0
Saldo total ajustado de medidas temporárias e fatores especiais	-8,6	-7,2	-5,5	-5,2
Componente cíclica	1,4	0,4	-1,5	-2,1
Saldo estrutural	-9,9	-7,5	-4,0	-3,1
Despesa em juros	2,9	4,3	4,9	5,0
Saldo primário estrutural	-7,0	-3,2	0,9	1,8
Dívida Pública	96,2	111,1	124,8	128,0

Fontes: INE e Ministério das Finanças.

Notas: a) São considerados 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. b) Os valores estruturais são ajustados do ciclo, de medidas temporárias e de fatores especiais. As componentes cíclicas e as medidas temporárias são apuradas pelo Banco de Portugal, de acordo com as metodologias utilizadas no Eurosistema.

A execução orçamental do primeiro semestre caracterizou-se pelo aumento da receita fiscal e pela quase estabilização da despesa total

De acordo com as Contas Nacionais trimestrais, o défice das administrações públicas, na ótica da contabilidade nacional, situou-se em 6,5 por cento do PIB no primeiro semestre de 2014 (Quadro 2.2), o que compara com 6,6 por cento em igual período de 2013. No entanto, esta evolução encontra-se afetada pela reclassificação do aumento de capital do Banif como operação não financeira, em 2013, e pelas operações extraordinárias com efeito no saldo orçamental acima referidas, em 2014. Excluindo estes efeitos, o défice apresentou uma correção mais acentuada, de 5,8 para 5,0 por cento do PIB, entre o primeiro semestre de 2013 e o de 2014.

De notar que o défice no terceiro trimestre do ano é tipicamente afetado em baixa por efeitos de sazonalidade, o que relativiza a diferença entre o défice observado no primeiro semestre e o objetivo para o ano completo. Importa, ainda, considerar que as sucessivas modificações nas medidas de consolidação em vigor ao longo de 2014 e a alteração no momento de pagamento dos subsídios de férias a funcionários públicos e pensionistas afetam o padrão intra-anual da execução orçamental, aumentando a incerteza relativa à evolução das principais rubricas no segundo semestre do ano. Por último, é de referir que a comparação entre a evolução observada no primeiro semestre e a estimada para o ano de 2014 pode estar afetada pelo facto de esta última ser ainda baseada em informação não adaptada às revisões metodológicas efetuadas.

Em termos das principais medidas com impacto na execução orçamental de 2014 destacam-se, do lado da receita, os aumentos de diversos impostos sobre a produção e importação, no orçamento inicial, e a subida da taxa de contribuição dos beneficiários da ADSE, na primeira alteração em março. Ainda relativamente à receita fiscal, importa referir que a mesma está a

ser afetada pelo efeito da introdução em 2013 da sobretaxa de 3,5 por cento em sede de IRS. No que respeita à despesa, é de salientar o reforço da redução remuneratória introduzida em 2011, em vigor entre janeiro e maio de 2014, a que se seguiu o pagamento de salários sem redução remuneratória até 13 de setembro, data em que foi reintroduzido o corte aplicado em 2011⁵. Adicionalmente, o fator de sustentabilidade foi revisto no orçamento inicial, conduzindo ao aumento da idade de reforma, e a Contribuição Extraordinária de Solidariedade sobre pensões (CES) foi agravada na primeira alteração ao orçamento.

O crescimento homólogo da receita total no primeiro semestre de 2014 em 1,7 por cento decorre essencialmente da evolução da receita fiscal e contributiva, que se encontra globalmente em linha com o assumido na segunda alteração ao orçamento para o ano completo, quando corrigidos os efeitos base associados ao perdão fiscal. A receita dos impostos sobre a produção e a importação aumentou 7,7 por cento, com destaque para a evolução da coleta do IVA num contexto de recuperação do consumo privado e de queda acentuada dos reembolsos. Por seu turno, a receita dos impostos sobre o rendimento e património cresceu 3,0 por cento neste período, em resultado do aumento acentuado da cobrança dos impostos sobre o rendimento das famílias. Pelo contrário, as contribuições sociais apresentaram uma quebra de 1,5 por cento, decorrente do comportamento das contribuições imputadas. A outra receita corrente apresentou uma redução, em termos homólogos, de 3,1 por cento no primeiro semestre de 2014, em parte explicada pela diminuição dos dividendos.

Quadro 2.2 • Contas das administrações públicas: execução no primeiro semestre
| Em percentagem do PIB

	2013 S1	2014 S1	t.v.h. (%)	por memória - t.v.h.(%): 2014 excluindo perdão fiscal
Receitas totais	42,5	42,0	1,7	3,3
Receita corrente	41,7	41,3	2,1	3,3
Impostos sobre o rendimento e património	9,8	9,8	3,0	0,2
Impostos sobre a produção e a importação	12,8	13,4	7,7	5,7
Contribuições sociais	11,9	11,3	-1,5	2,9
Outras receitas correntes	7,2	6,8	-3,1	4,4
Receitas de capital	0,8	0,7	-16,7	3,3
Despesas totais	49,1	48,5	1,6	-0,3
Despesa corrente	46,1	44,8	-0,1	-0,1
Prestações sociais	19,6	18,9	-0,6	-0,5
Despesas com pessoal	12,3	12,0	0,1	-4,0
Consumo intermédio	5,6	5,4	0,2	7,2
Subsídios	0,4	0,5	27,8	4,9
Juros	5,1	5,1	3,6	4,2
Outra despesa corrente	3,1	2,8	-7,3	-1,1
Despesas de capital	3,0	3,7	28,2	-4,9
Formação bruta de capital fixo	1,8	1,9	14,0	41,2
Outras despesas de capital	1,2	1,8	48,2	-71,4
Saldo total (PDE)	-6,6	-6,5	-	-
<i>Por memória: Despesa corrente primária</i>	41,1	39,7	-0,5	-0,5

Fontes: INE e Ministério das Finanças.

Notas: a) As taxas de variação homóloga para o ano completo são calculadas de acordo a anterior versão do Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC 1995), e tendo em conta a informação da segunda alteração ao Orçamento do Estado para 2014.

A despesa total aumentou, em termos homólogos, 1,6 por cento no primeiro semestre de 2014, sendo parte deste aumento explicado pela subida da despesa em juros (3,6 por cento) e pelas operações de carácter excecional com impacto na despesa de capital atrás referidas. Quando corrigidos os efeitos destas operações, a despesa total cresceu apenas 0,2 por cento neste período. A despesa corrente primária diminuiu 0,5 por cento no primeiro semestre, em resultado da relativa estabilização das despesas com pessoal e do consumo intermédio e da redução da despesa com prestações sociais. Importa ainda referir que a evolução das despesas com pessoal teve subjacente uma

diminuição significativa no número de funcionários públicos. Com efeito, os dados publicados pela Direção-Geral da Administração e do Emprego Público (DGAEP) apontam para um decréscimo do número de funcionários das administrações públicas de 4,0 por cento face ao final do primeiro semestre de 2013⁶. A despesa com prestações sociais está afetada por uma queda significativa da despesa com prestações sociais em dinheiro exceto pensões, em particular do subsídio de desemprego, em parte mitigada por um aumento das prestações em espécie, em larga medida associadas às despesas no setor da saúde.

... A informação disponível
... aponta para um abrandamento
... do ritmo de consolidação
... orçamental em 2014

Relativamente à análise estrutural dos desenvolvimentos orçamentais de 2014, com base nas metodologias do Eurosistema, a materialização de um défice excluindo medidas temporárias e fatores especiais de 4,0 por cento (que compara com 5,2 por cento em 2013), num contexto de estabilização do peso dos juros no PIB e de um impacto positivo da atividade económica – tendo em conta, em particular, a evolução das componentes da procura global – conduzirá a um aumento do saldo primário es-

trutural, embora pouco significativo. Destaque-se, no entanto, que este cenário poderá ser compatível com o esforço mínimo de melhoria do saldo estrutural em 0,5 pontos percentuais, na medida em que a variação da componente cíclica calculada com base na metodologia da Comissão Europeia, relevante para a aferição deste critério, não considera efeitos de composição do crescimento económico. O abrandamento do ritmo de consolidação em 2014 aumenta a exigência sobre a execução orçamental dos próximos anos, tendo em conta a necessidade de reduzir o rácio da dívida e de manter uma trajetória de convergência do saldo estrutural para o objetivo de médio prazo.

3. Oferta

Recuperação moderada da atividade económica no primeiro semestre de 2014

No primeiro semestre de 2014, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) a preços de base cresceu 0,9 por cento em termos homólogos (contração de 1,0 por cento em 2013), continuando a recuperação intra-anual moderada iniciada em 2013. Esta evolução está globalmente em linha com a evolução do indicador coincidente do Banco de Portugal e do indicador de sentimento económico da Comissão Europeia até ao segundo trimestre de 2014 (Gráfico 3.1). Não obstante, refira-se que o indicador coincidente tem apresentado uma trajetória de desaceleração ao longo de 2014 e que o indicador de sentimento económico apresenta uma estabilização nos dados mais recentes, referentes já ao terceiro trimestre.

Os indicadores de confiança dos principais setores de atividade evidenciaram também um aumento generalizado no primeiro semestre do ano (Gráfico 3.2). No entanto, a informação mais recente aponta para uma relativa estabilização da confiança ao longo do terceiro trimestre de

2014, embora apresentem níveis acima da média observada na última década com exceção do setor da construção.

A evolução da atividade ao nível setorial continua a refletir o processo de correção da orientação crescente para o setor não transacionável desde meados dos anos 90 (Gráfico 3.3).

O setor da construção voltou a apresentar uma diminuição do VAB no primeiro semestre de 2014 (-5,7 por cento, em termos homólogos), menos acentuada do que a verificada nos anos anteriores. Refira-se que, neste período, o VAB da construção representa cerca de metade do nível observado em 2008. A tendência de redução da atividade neste setor nos últimos anos deverá continuar a traduzir o ajustamento estrutural do nível do *stock* de habitação, após o elevado investimento em construção efetuado na década de noventa.

Na indústria transformadora, registou-se uma melhoria em termos homólogos do VAB, de 1,8 por cento na primeira metade de 2014, mantendo-se relativamente estável face ao segundo semestre de 2013. A evolução da atividade neste setor acompanhou, em larga medida,

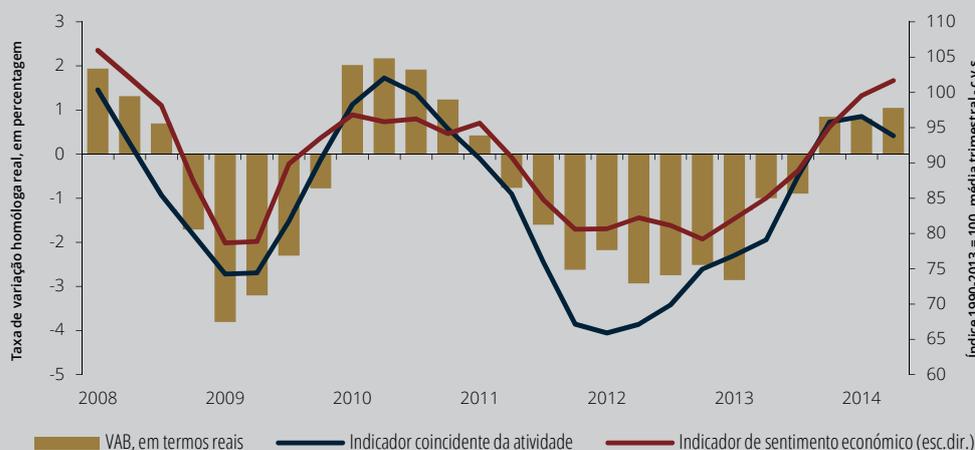


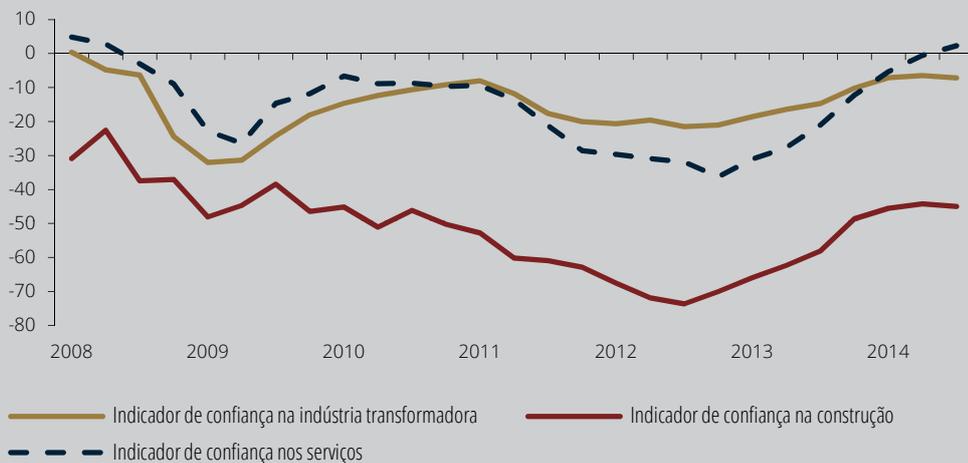
Gráfico 3.1 •
VAB, indicador coincidente da atividade e indicador de sentimento económico – (2008T1-2014T2)

a recuperação da procura interna, num quadro de alguma desaceleração das exportações. Os níveis relativamente estáveis do VAB agregado da indústria transformadora ao longo dos últimos três anos resultaram, em média, da conjugação de uma contração do VAB nas empresas mais orientadas para o mercado interno com uma expansão nas empresas com atividade exportadora, mantendo-se ainda inferiores aos observados antes do início da crise financeira internacional.

O VAB do setor dos serviços cresceu 0,9 por cento em termos homólogos no primeiro semestre, após a contração relativamente moderada verificada nos últimos três anos. Este aumento refletiu sobretudo o crescimento de 2,3 por cento da atividade nos subsetores de comércio e reparação de veículos e alojamento e restauração. A recuperação da atividade neste setor traduz, por um lado, a evolução das exportações de turismo e, por outro, um maior dinamismo da procura interna.

Gráfico 3.2 •
Indicadores de
Confiança –
(2008T1-2014T3)

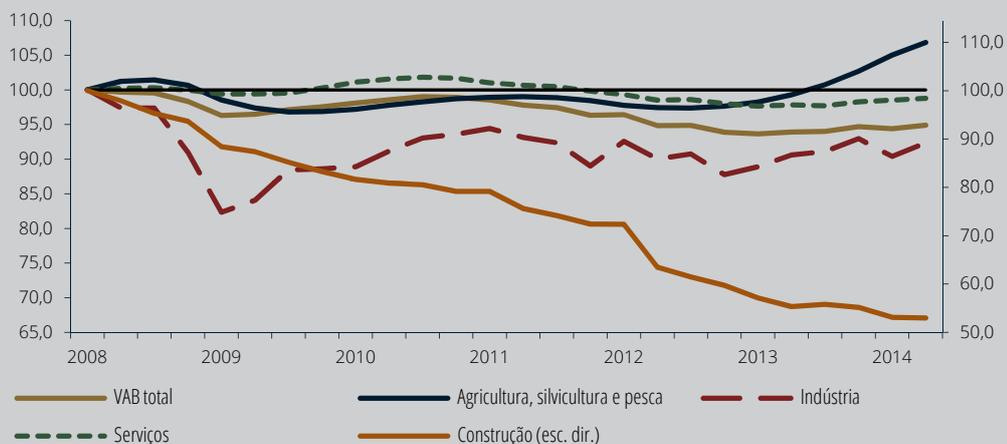
| Saldo de respostas
extremas (média
trimestral) – cvs



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 3.3 •
Variação real
do VAB por
principais setores
de atividade –
(2008T1-2014T2)

| Índice 2008T1 = 100



Fonte: INE – Contas Nacionais Trimestrais.

O crédito concedido tem sido consistente com a evolução da atividade no período recente

De uma maneira geral, os desenvolvimentos no mercado de crédito têm acompanhado a evolução da atividade económica e evidenciam uma melhoria nas condições aplicadas pelos bancos ao financiamento das empresas não financeiras.

No que se refere às condições de preço do crédito, no primeiro semestre voltou a assistir-se a

uma diminuição das taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos concedidos às sociedades não financeiras privadas, refletindo em particular uma redução significativa dos *spreads* aplicados nos empréstimos concedidos pelos bancos no primeiro semestre (Gráfico 3.4A). Prosseguiu assim o processo gradual de normalização do mecanismo de transmissão monetário aplicado à economia portuguesa, que ainda se encontra incompleto. A distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos evidencia que a

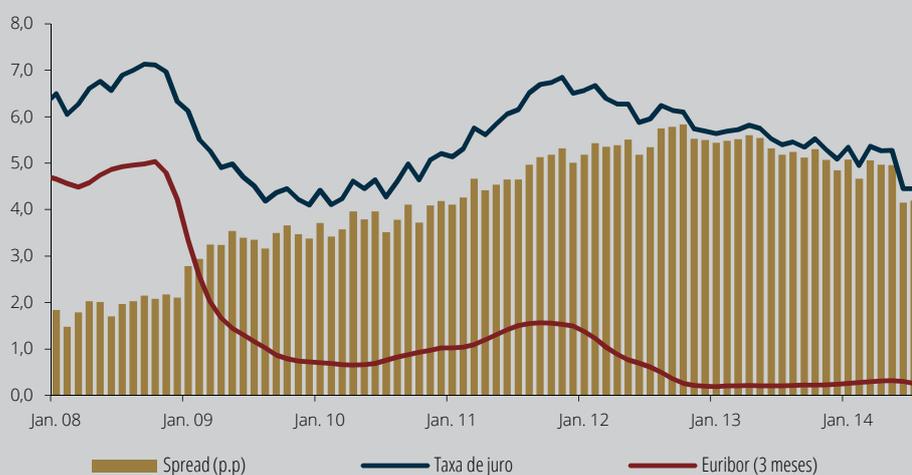
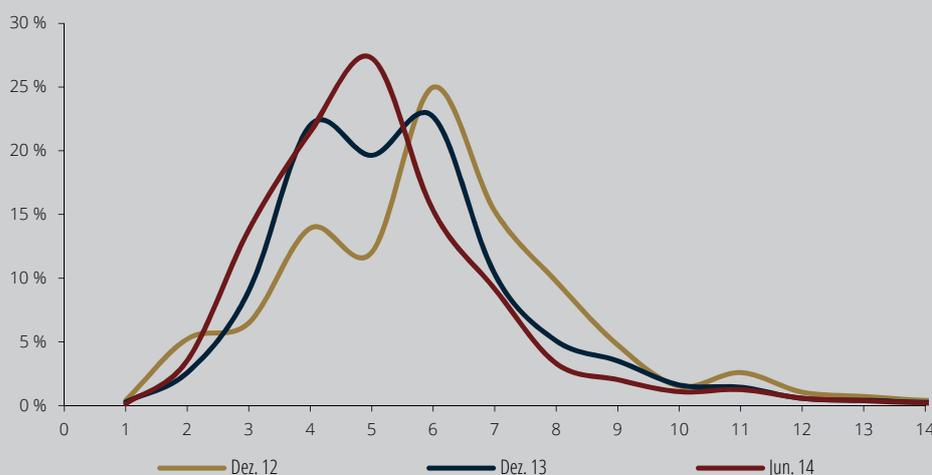


Gráfico 3.4 •
Taxa de juro dos novos empréstimos a sociedades não financeiras privadas

A. Evolução da taxa de juro | Em percentagem, salvo indicação em contrário



B. Distribuição da taxa de juro | Em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Histograma das taxas de juro nos novos empréstimos a sociedades não financeiras privadas utilizando o montante das operações como ponderador. A distribuição foi obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente a um *Kernel* gaussiano.

diminuição de taxa de juro foi generalizada ao conjunto da distribuição (Gráfico 3.4B). Adicionalmente, a aba esquerda da distribuição corrobora a ideia que as empresas com melhor perfil de risco e com projetos de investimento mais rentáveis estarão a obter financiamento bancário a taxas relativamente baixas.

O crédito total às sociedades não financeiras do setor privado apresentou uma evolução positiva no primeiro semestre de 2014, apesar do crédito bancário ter continuado a diminuir face ao período homólogo do ano anterior. As empresas privadas, em particular as de maior dimensão, têm encontrado fontes alternativas de financiamento, nomeadamente crédito de não residentes (Gráfico 3.5). Também as empresas exportadoras têm registado um crescimento sistemático do crédito obtido, incluindo o proveniente do setor financeiro residente. Isto traduz o facto das empresas com melhor perfil de risco encontrarem, mesmo durante o período de recessão da economia, financiamento em condições mais favoráveis.

É de referir que, no período mais recente, e de acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, ter-se-á verificado um aumento da procura de empréstimos ou linhas de crédito por parte de empresas essencialmente no segmento das pequenas e médias empresas (PME) destinado ao aumento das necessidades de financiamento de existências e de fundo maneio, bem como a reestruturação de dívida.

A evolução do crédito por setor de atividade é elucidativa das alterações estruturais em curso na economia, no sentido em que ao longo dos últimos anos se observou um aumento do crédito total às empresas mais orientadas para o mercado externo, nomeadamente na indústria transformadora e extrativa, e uma redução do crédito às empresas mais orientadas para o mercado interno, casos do comércio, construção e atividades imobiliárias (Gráficos 3.6A e B).

Ao longo do último ano, observaram-se no entanto algumas alterações nesta tendência.

Assim, o crédito total à indústria transformadora e extrativa cresceu de forma menos acentuada, refletindo essencialmente um menor crescimento do crédito não bancário. Por seu turno, em 2014 o setor bancário residente deixou de ter um contributo negativo para a taxa de variação do crédito total concedido à indústria (Gráfico 3.6A).

A situação deste setor contrasta com a observada nos setores da construção e atividades imobiliárias, os quais continuaram a reduzir a sua dívida total a um ritmo elevado, em particular, a dívida contraída através de crédito de instituições bancárias residentes (Gráfico 3.6B).

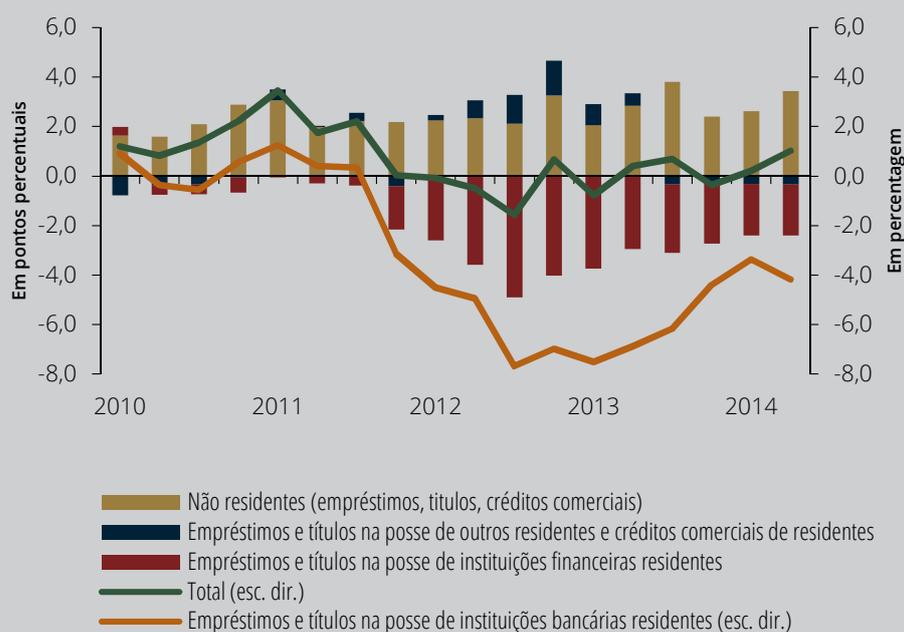
Continuação da melhoria das condições no mercado de trabalho, num quadro de crescimento moderado da atividade económica no primeiro semestre de 2014

O mercado de trabalho na primeira metade de 2014 foi caracterizado por uma descida na taxa de desemprego e um aumento do emprego, num quadro de crescimento económico moderado. Esta evolução mantém o perfil de melhoria progressiva verificado a partir do segundo trimestre de 2013. Assim, a taxa de desemprego situou-se em 14,5 por cento em média na primeira metade do ano (17,0 e 15,4 por cento na primeira e segunda metade de 2013, respetivamente). O emprego apresenta uma tendência crescente em termos homólogos mantendo-se contudo em níveis historicamente baixos.

Na primeira metade do ano, continuou a observar-se uma redução da população residente e população ativa (Quadro 3.1). A redução foi especialmente acentuada nos grupos etários mais novos (idades entre os 15 e os 34 anos). Esta diminuição da população deverá continuar a estar associada à dinâmica recente dos fluxos migratórios. Ainda não se dispõe de informação para 2014 mas, em 2013, de acordo com as estatísticas do INE, a redução da população residente

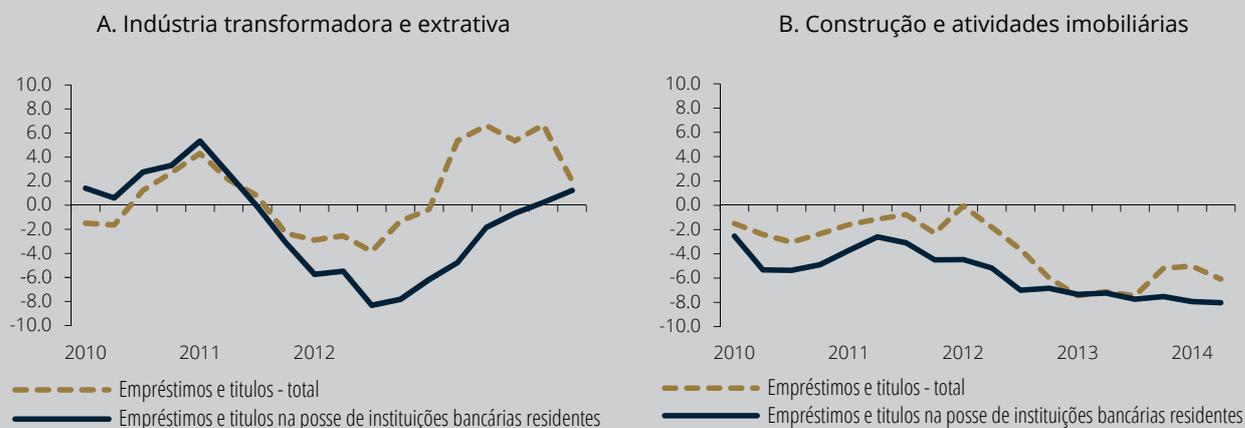
continuou a traduzir principalmente um saldo migratório negativo na ordem dos 3,5 por 1000

habitantes (mais de 36 mil indivíduos), à semelhança do ano anterior⁷.



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.6 • Crédito total e crédito concedido por instituições bancárias residentes (2010T1-2014T2)
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Fonte: Banco de Portugal.

Quadro 3.1 • População, emprego e desemprego | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário

	2012	2013	2013 S1	2013 S2	2014 S1
População	-0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
População 15-34 anos	-2,9	-3,1	-3,1	-3,1	-2,6
População ativa	-0,8	-1,8	-2,0	-1,7	-1,1
População ativa 15-34 anos	-4,3	-5,5	-6,1	-5,0	-3,5
Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)	73,4	73,0	72,8	73,2	73,1
Emprego total	-4,1	-2,6	-4,4	-0,7	1,8
Emprego por conta de outrem	-4,7	-2,4	-4,4	-0,3	3,8
Emprego por conta própria	-1,8	-3,3	-4,4	-2,2	-4,6
Desemprego total	21,4	2,3	12,1	-6,6	-15,4
Taxa de desemprego (em % da população ativa)	15,5	16,2	17,0	15,4	14,5
Taxa de desemprego 15-34 anos (em % da população ativa)	23,2	23,8	24,9	22,7	21,5
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total)	54,2	62,1	60,3	64,0	65,4
Inativos desencorajados (em % da população ativa)	4,3	5,2	5,0	5,5	5,1

Fonte: INE.

Nota: 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 continuada na taxa de desemprego, abrangendo ainda que de forma moderada os desempregados de longa duração

De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, o número total de desempregados diminuiu 15,4 por cento no primeiro semestre de 2014, em termos homólogos, face a um crescimento de 2,3 por cento em 2013. A taxa de desemprego situou-se em 14,5 por cento no primeiro semestre de 2014, um nível inferior ao observado em 2013. Os maiores contributos para esta redução foram dados pelos indivíduos com idades entre os 25 e os 34 anos e entre os 35 e os 44 anos (cerca de 35 e 30 por cento, respetivamente). Adicionalmente, o número de indivíduos desencorajados na primeira metade de 2014, i.e., indivíduos que não procuram ativamente emprego mas que estão disponíveis para trabalhar, foi semelhante ao nível observado em 2013. Estes inativos na margem continuam a representar cerca de 5 por cento da população ativa (correspondendo a aproximadamente 260 mil indivíduos).

O número de indivíduos desempregados à procura de emprego há 12 e mais meses diminuiu na primeira metade de 2014, o que contrasta com o forte crescimento registado na última década, mantendo-se contudo em níveis altos (Gráfico 3.7). De salientar que um dos elementos mais gravosos da evolução recente do mercado de trabalho português 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 da economia. Adicionalmente, a proporção deste grupo de desempregados fixou-se em 65,4 por cento, o que constitui o valor mais elevado desde o início da década de noventa. Este aumento deve-se exclusivamente ao desemprego de muito longa duração (25 e mais meses). Pelo contrário, na primeira metade do ano, o número de indivíduos que procuram emprego há menos de 12 meses diminuiu 26,3 por cento, após a forte redução já registada no ano anterior (15,3 por cento).

Dada a redução mais acentuada do número de desempregados do que a da população ativa, e a estabilização do número de desencorajados,

a redução verificada na taxa de desemprego indicia que essa evolução terá sido acompanhada pela criação líquida de emprego.

O emprego regista uma evolução positiva mantendo-se contudo em níveis historicamente baixos

De acordo com o Inquérito ao Emprego, o emprego total aumentou 1,8 por cento na primeira metade de 2014, após uma redução de 2,6 por cento no conjunto do ano anterior. Esta evolução reflete o aumento do emprego por conta de outrem (3,8 por cento) uma vez que a queda do emprego por conta própria se acentuou nos primeiros seis meses do ano (-4,6 por cento). Nos dados das Contas Nacionais, corrigidos de sazonalidade e de efeitos de calendário, o crescimento do emprego neste período foi de 1,6 por cento.

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, a qual passou a ser gradualmente construída a partir dos dados dos

Censos 2011. Esta alteração traduz-se numa melhor cobertura da base amostral; contudo, até ao último trimestre de 2014, os apuramentos do Inquérito ao Emprego terão como base de inquirição simultaneamente informação dos Censos 2001 e 2011⁸. Dada a natureza amostral deste inquérito, dirigido aos residentes em alojamentos familiares, e a variabilidade intrínseca aos inquéritos por amostragem, há que ter em consideração a possibilidade de um aumento desta variabilidade durante o período de transição, sobretudo em relação à evolução da população empregada.

Ao longo de 2014, a recuperação no emprego privado por conta de outrem é corroborada pela análise conjunta dos outros indicadores disponíveis relativos à situação do mercado de trabalho em Portugal, nomeadamente os provenientes do Instituto do Emprego e Formação Profissional (IEFP), da Direção Geral da Administração e Emprego Público e do INE, embora mais moderada do que a implícita no Inquérito ao Emprego. Da mesma forma, as fontes alternativas disponíveis apontam, em geral, para uma evolução setorial dos trabalhadores por conta de outrem (TCO) idêntica à que resulta do Inquérito ao Emprego mas mais mitigada.

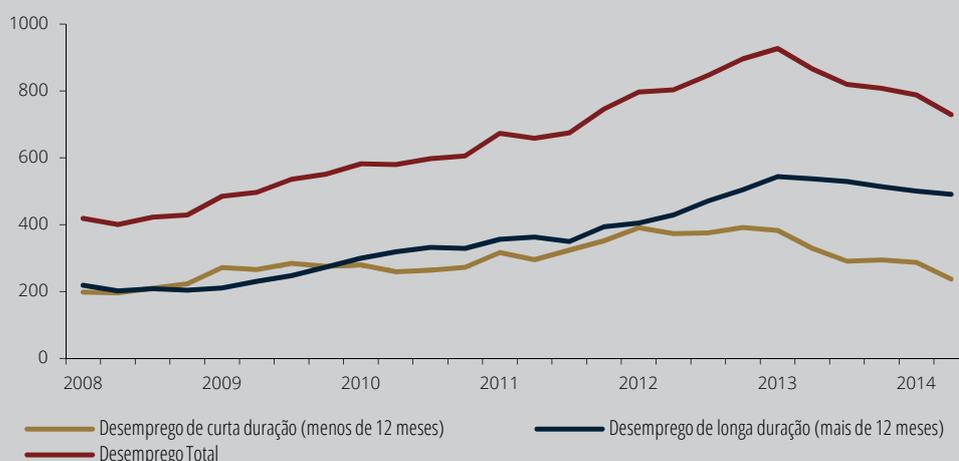


Gráfico 3.7 •
Número de desempregados por duração da procura de emprego (2008T1-2014T2)
| Milhares

Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

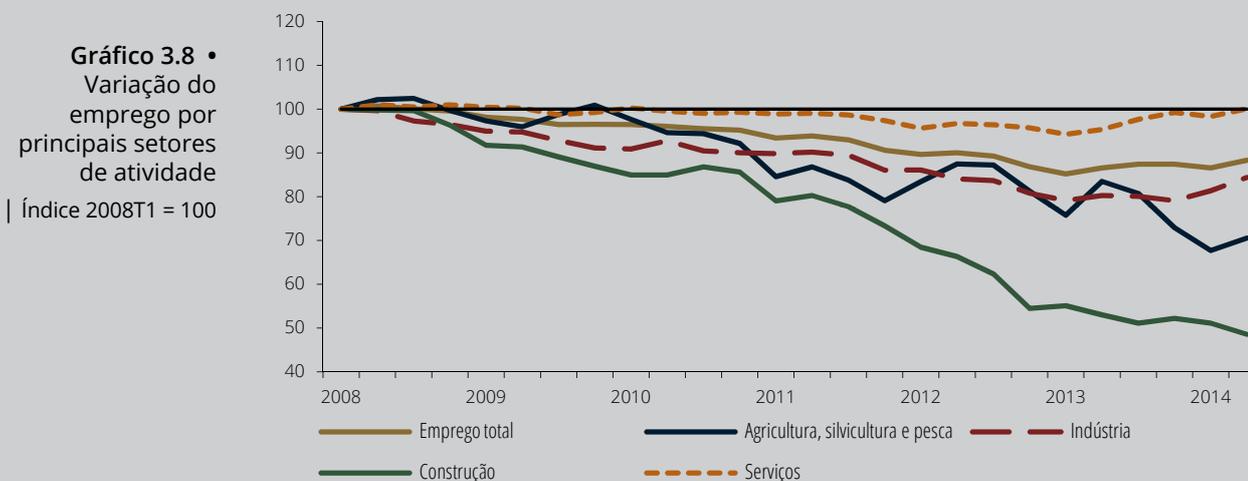
Em paralelo, continuou a observar-se uma redução do emprego na administração pública.

Note-se ainda que, no passado recente, a evolução do emprego deverá estar afetada pela dinâmica dos “ocupados” que, de acordo com os dados do IEFP, apresentam uma evolução crescente, com particular incidência a partir do último trimestre de 2013⁹. Refira-se que, em particular, o aumento significativo dos estágios profissionais no último ano terá contribuído para aumentar o crescimento homólogo do emprego privado por conta de outrem.

Com base no conjunto de indicadores disponíveis, a evolução do emprego por setor de atividade acompanhou de forma geral o comportamento setorial da atividade no primeiro semestre de 2014. Com efeito, com exceção

do setor da construção, verifica-se uma evolução positiva do emprego privado neste período, mais acentuada no segundo trimestre de 2014.

De acordo com os dados do Inquérito ao Emprego, no setor dos serviços intensificou-se a variação positiva do emprego iniciada no segundo semestre de 2013, destacando-se a evolução nos subsectores de comércio por grosso e a retalho. Na indústria, o emprego cresceu no primeiro semestre de 2014, contrastando com a evolução negativa observada nos anos anteriores. Por seu turno, o emprego no setor da construção voltou a apresentar uma redução na primeira metade de 2014, representando cerca de metade do número de empregados observado em 2008, consistente com o ajustamento estrutural em curso neste setor (Gráfico 3.8).



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

4. Procura

No primeiro semestre de 2014, o PIB manteve um crescimento moderado, com uma recuperação da procura interna e um abrandamento das exportações

No primeiro semestre de 2014, o PIB apresentou um crescimento de 0,9 por cento em termos reais face ao período homólogo do ano anterior e uma relativa estabilização face à segunda metade do ano de 2013 (Quadro 4.1 e Gráfico 4.1). Esta evolução foi próxima da observada na média da área do euro (Gráfico 4.2). Deste modo, após três anos de contração significativa da atividade, a economia portuguesa tem registado uma recuperação gradual e mitigada. O ritmo de recuperação tem sido condicionado pelo elevado grau de endividamento do conjunto da economia, em conjugação com o crescimento moderado observado nos principais parceiros comerciais. No segundo trimestre de 2014, o PIB em volume situava-se ainda cerca de 5 por cento abaixo do valor observado no início

de 2011 (cerca de 7,5 por cento em comparação com o primeiro trimestre de 2008).

A diminuição do PIB nos últimos anos refletiu um contributo significativo da redução da procura interna, nomeadamente do consumo privado e do investimento, acompanhado de um significativo crescimento das exportações. Estas dinâmicas traduziram-se numa rápida correção das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa. Como é comum nestes processos de ajustamento, observou-se mais recentemente uma recuperação da procura interna, em particular das componentes habitualmente mais sensíveis ao ciclo económico. De facto, desde a segunda metade de 2013, o consumo privado de bens duradouros e o investimento aceleraram, num quadro de recuperação da confiança dos agentes privados. Dado o elevado conteúdo importado destas componentes, registou-se uma aceleração das importações no conjunto do semestre que, associada ao abrandamento das exportações, se traduziu numa deterioração do saldo da balança de bens e serviços (Secção 6. Balança de pagamentos).

Quadro 4.1 • PIB e principais componentes da despesa | Taxa de variação homóloga real, em percentagem

	% do PIB em 2013	2011	2012	2013	2013		2014		2013				2014	
					S1	S2	S1	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
PIB	100,0	-1,8	-3,3	-1,4	-2,9	0,3	0,9	-3,8	-2,1	-1,0	1,6	1,0	0,9	
Procura interna	99,0	-5,7	-6,6	-2,3	-4,3	-0,3	2,6	-6,0	-2,6	-1,2	0,5	3,3	1,9	
Consumo privado	64,7	-3,6	-5,2	-1,4	-3,0	0,2	1,9	-4,0	-2,0	-0,8	1,3	2,1	1,7	
Consumo público	19,0	-3,8	-4,3	-1,9	-2,9	-1,0	0,1	-3,0	-2,8	-1,9	0,0	0,0	0,2	
Investimento	15,4	-14,0	-14,2	-6,5	-10,8	-1,9	8,6	-16,4	-4,6	-1,8	-1,9	12,6	4,6	
FBCF	15,1	-12,5	-15,0	-6,3	-10,8	-1,5	1,6	-14,5	-6,8	-3,5	0,6	0,5	2,6	
Variação de existências ^(a)		-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,1	1,1	-0,4	0,3	0,3	-0,4	1,8	0,3	
Exportações	39,3	7,0	3,1	6,4	4,8	8,1	2,7	2,5	7,1	7,4	8,8	3,1	2,3	
Importações	38,3	-5,8	-6,6	3,6	1,0	6,3	7,0	-3,6	5,7	6,7	6,0	9,3	4,8	
Contributo da procura interna^(a)		-6,2	-6,9	-2,4	-4,3	-0,3	2,6	-6,1	-2,6	-1,2	0,5	3,3	1,9	
Contributo da procura externa líquida^(a)		4,6	3,6	1,0	1,4	0,6	-1,6	2,2	0,5	0,2	1,0	-2,3	-1,0	
<i>por memória</i>														
PIB – taxa de variação em cadeia					-0,4	0,7	0,2	0,2	0,4	0,1	1,0	-0,4	0,3	

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

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

O ajustamento da economia portuguesa ao longo do Programa de Assistência Económica e Financeira traduziu-se numa redução do peso da procura interna na atividade económica global, por contrapartida de um aumento do peso das exportações. Em 2013, as exportações de bens e serviços representaram perto de 40 por cento do PIB, valor que permaneceu relativamente estável em 2014, e que compara com cerca de 30 por cento em 2010.

O crescimento do PIB foi semelhante ao da média da área do euro neste semestre

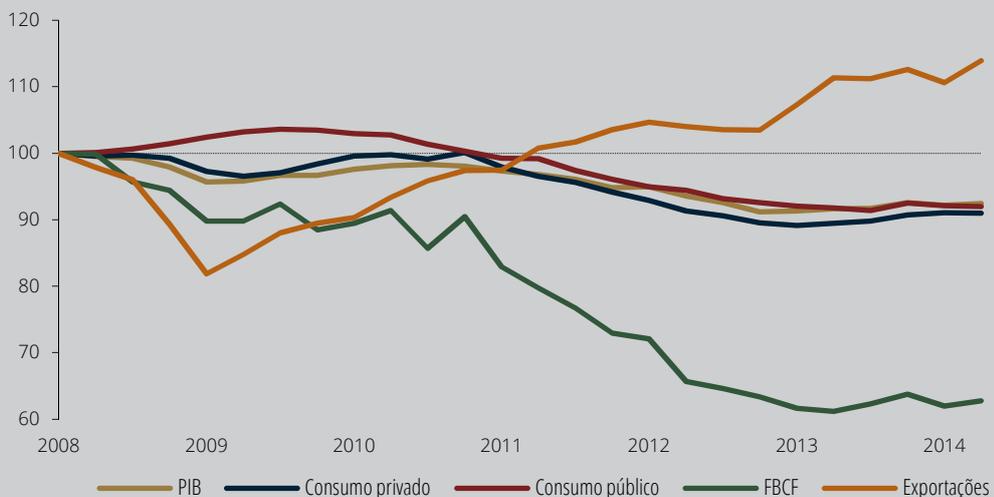
Em Portugal, tal como noutras economias da área do euro, esta crise económica e financeira tem sido marcadamente mais prolongada e com um perfil de recuperação mais lento do que o verificado em episódios recessivos anteriores (Caixa “A recuperação da atividade económica na área do euro desde a Grande Recessão”). Adicionalmente, a magnitude dos desequilíbrios estruturais da economia portuguesa e do respetivo ajustamento traduziu-se num diferencial de crescimento face à média da área do euro sistematicamente negativo nos últimos três anos, apenas interrompido no final de 2013 (Gráfico 4.2).

A recuperação do consumo privado ocorre a par da melhoria gradual das condições do mercado de trabalho e da diminuição dos níveis de endividamento das famílias

No primeiro semestre de 2014, o consumo privado apresentou um crescimento em volume de 1,9 por cento face ao período homólogo de 2013. Esta evolução está globalmente em linha com o aumento da confiança dos consumidores, que manteve a trajetória ascendente observada desde o início de 2013 (Gráfico 4.3). A informação mais recente relativa ao terceiro trimestre de 2014 aponta para uma relativa estabilização da confiança neste período, mantendo-se em níveis elevados face à média observada nos últimos 10 anos.

A recuperação do consumo privado reflete em grande medida a aceleração dos bens não duradouros e serviços, após três anos de marcada contração (Gráfico 4.4). Adicionalmente, importa sublinhar a evolução dos bens duradouros, em particular de automóveis, que apresentaram um forte crescimento nos primeiros meses do ano, continuando a evolução registada desde meados de 2013. Ainda assim, em termos

Gráfico 4.1 •
PIB e principais componentes da procura global
| Índice 2008T1 = 100 (em volume)



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

reais, o consumo total encontra-se ainda em níveis inferiores aos do início de 2011, e próximos dos observados em 2003.

A recuperação dos níveis de consumo é consistente com a melhoria, ainda que moderada, das condições do mercado de trabalho. De facto, observou-se desde meados de 2013 uma redução da taxa de desemprego e um aumento do emprego, ainda que num contexto de uma marcada moderação salarial¹⁰. Adicionalmente, importa referir a redução do serviço da dívida das famílias no período mais recente, decorrente da estabilização das taxas de juro

– quer para aquisição de habitação quer para consumo – em níveis baixos conjugada com a diminuição dos níveis de endividamento das famílias. Com efeito, a dívida dos particulares, em percentagem do rendimento disponível, apresentou um perfil descendente ao longo dos últimos três anos, tendo diminuído cerca de 12 pontos percentuais entre o primeiro trimestre de 2011 e o segundo trimestre de 2014 (Gráfico 4.5).

Neste contexto, o crédito para consumo e outros fins apresentou taxas de crescimento gradualmente menos negativas ao longo do ano de

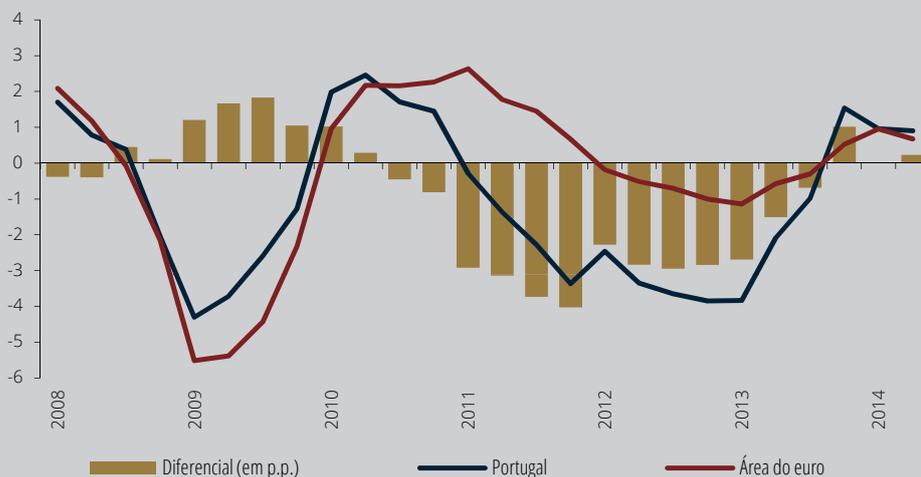


Gráfico 4.2 •
Crescimento do PIB em Portugal e na área do euro
| Taxa de variação homóloga real, em percentagem

Fontes: Eurostat e INE.

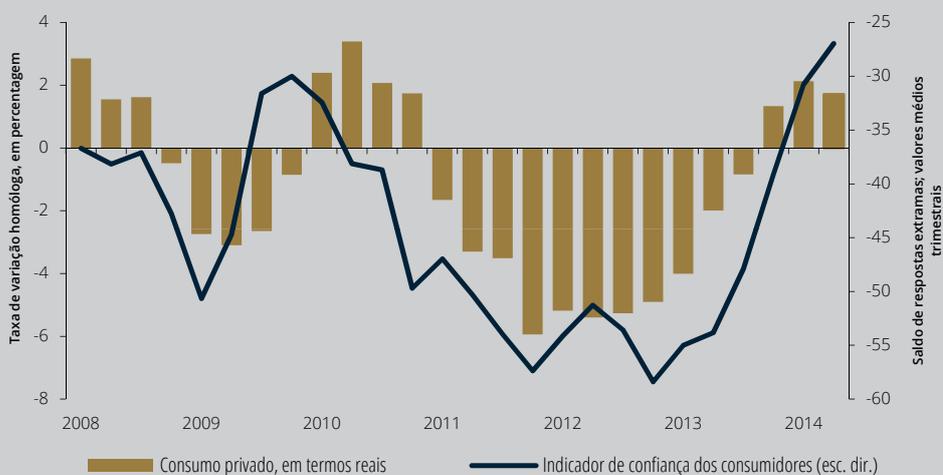


Gráfico 4.3 •
Consumo privado e indicador de confiança dos consumidores

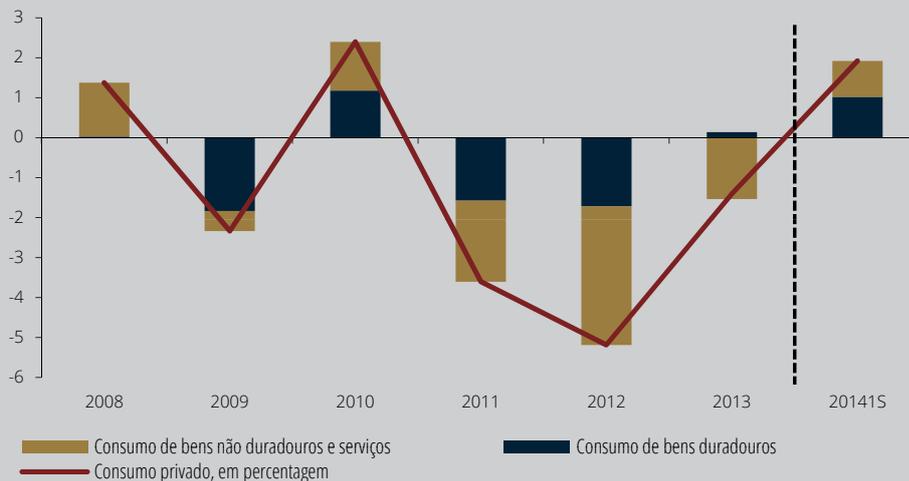
Fontes: Comissão Europeia e INE.

2013 e no primeiro semestre de 2014 (Gráfico 4.6). Nas respostas ao Inquérito sobre o Mercado de Crédito, alguns bancos indicaram uma melhoria na confiança dos consumidores e a evolução das despesas de consumo relativas a bens duradouros como fatores positivos na procura de crédito. No entanto, a evolução do consumo privado continuará condicionada pela necessidade de redução dos níveis de endividamento, pela restritividade no acesso ao crédito (num contexto de continuação da desalavancagem por parte dos bancos) e pela evolução do rendimento disponível. Aliás, os bancos sinalizaram estes fatores como condicionantes da evolução do crédito aos particulares.

Recuperação do investimento mas diferenciada por componentes

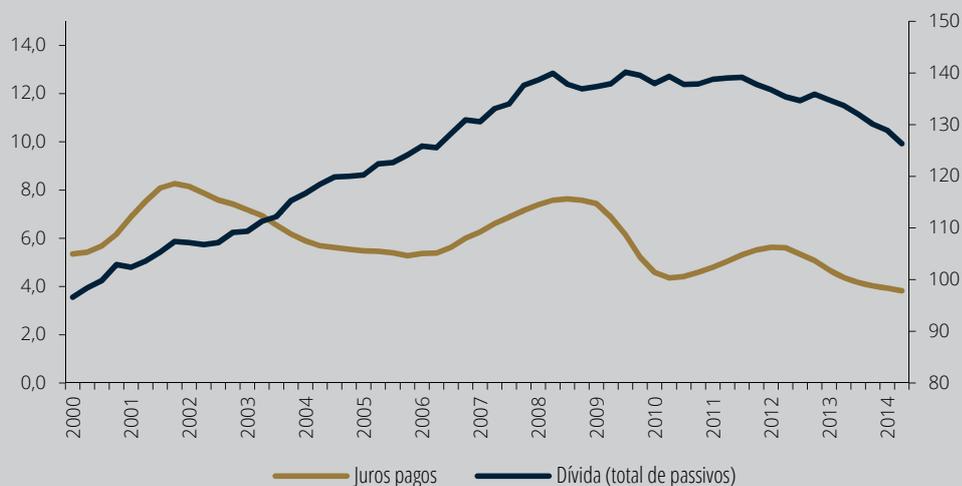
O investimento em volume apresentou no primeiro semestre um crescimento em termos homólogos, com contributos positivos quer da FBCF quer da variação de existências. A variação de existências apresentou um contributo de 1,1 p.p. para o crescimento homólogo do PIB, refletindo essencialmente a acumulação de *stocks* associada aos fluxos de comércio internacional de combustíveis. No mesmo período, a FBCF aumentou 1,6 por cento. Note-se que, em termos

Gráfico 4.4 •
Decomposição da
variação real do
consumo privado
| Contributos, em
pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 4.5 •
Evolução dos
juros pagos e
da dívida dos
particulares
| Em percentagem
do rendimento
disponível



Fontes: INE e Banco de Portugal.

agregados, a FBCF total a preços constantes se encontra num valor cerca de 24 por cento inferior ao observado no início da recessão.

A evolução da FBCF foi muito distinta nas principais componentes (Gráfico 4.7). Por um lado, a construção continuou a apresentar variações negativas, mantendo a tendência observada nos últimos anos. A queda do investimento em construção deverá assumir uma natureza mais permanente, associada a uma diminuição estrutural no investimento público em infraestruturas e à dimensão do *stock* habitacional, bem como ao quadro de restritividade nas condições de financiamento. Esta restritividade é particular-

mente relevante no caso das empresas do setor da construção e dos particulares para aquisição de habitação, associado *inter alia* aos elevados níveis de endividamento destes agentes.

Por outro lado, a componente de máquinas e equipamentos apresentou um crescimento assinalável, tal como observado desde a segunda metade de 2013. Não obstante, o dinamismo desta componente continua condicionado pela existência de capacidade produtiva instalada não utilizada (com a taxa de utilização ainda a situar-se num nível inferior à média da última década), pelo elevado endividamento das empresas, pela incerteza remanescente sobre

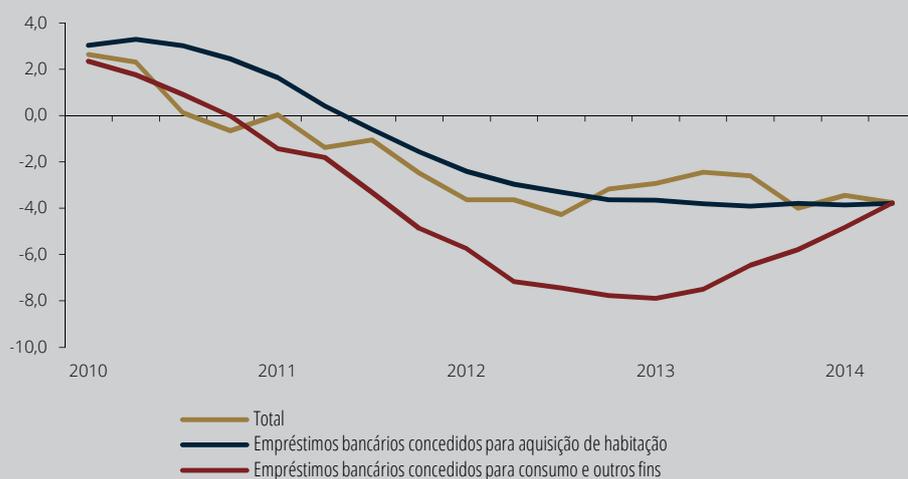


Gráfico 4.6 •
Crédito concedido aos particulares
| Taxa de variação homóloga, em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

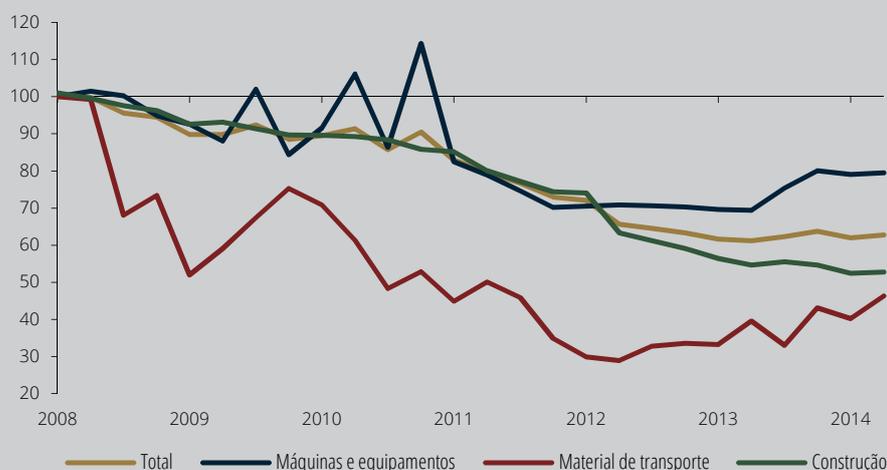


Gráfico 4.7 •
Evolução da FBCF por tipo de investimento
| Índice 2008T1 = 100 (em volume)

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

as características do processo de ajustamento ainda em curso e pelas perspetivas de procura interna relativamente fracas. De facto, de acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Investimento divulgado em julho de 2014, de entre as empresas que afirmam ter limitações ao investimento, o principal fator limitativo continuou a ser a deterioração das perspetivas de venda (52,6 por cento), seguido da rentabilidade dos investimentos (18,4 por cento).

A evolução do investimento deverá continuar condicionada pelas condições do mercado de crédito. Com efeito, o elevado nível de endividamento do setor das sociedades não financeiras, a par do processo de desalavancagem dos bancos, têm-se refletido em condições de financiamento globalmente restritivas para as empresas, embora o grau de restritividade tenha diminuído ao longo de 2014. Refira-se ainda que as taxas de juro dos novos empréstimos às empresas se situam em níveis inferiores à média observada desde o início da área do euro, com os *spreads* face à taxa de referência a registarem uma redução gradual mas permanecendo elevados em comparação com a média histórica¹⁰.

... Abrandamento das
... exportações de bens
... – refletindo *inter alia* alguns
... fatores temporários
... – e das exportações de serviços

As exportações de bens e serviços apresentaram um crescimento mais moderado no primeiro semestre de 2014, ainda que a um ritmo superior ao da atividade económica geral.

No que se refere aos bens, o crescimento em volume das exportações diminuiu para 2,0 por cento (5,7 por cento em 2013), para o que contribuiu maioritariamente a evolução das exportações de combustíveis. A significativa desaceleração nos primeiros meses do ano desta componente (que se reduziu cerca de 30 por cento no primeiro semestre face ao período homólogo) está associada à interrupção temporária da atividade

de numa grande empresa do setor. Com efeito, as exportações nominais de bens excluindo combustíveis cresceram no primeiro semestre de 2014 a um ritmo superior ao observado em 2013 (4,5 por cento em termos homólogos face a 2,1 por cento no conjunto do ano de 2013).

Neste contexto, registe-se a evolução positiva de alguns grupos de produtos (Gráfico 4.8), em particular os têxteis, vestuário e calçado (que no semestre apresentaram um crescimento homólogo nominal de 11,3 por cento), os produtos plásticos e da borracha (7,4 por cento) e os produtos animais e vegetais (8,5 por cento). O material de transporte, que no ano de 2013 apresentou uma queda, também registou um crescimento no primeiro semestre do ano (5,5 por cento).

Dada a evolução dissonante das exportações de combustíveis e o seu elevado conteúdo importado, torna-se particularmente relevante analisar o indicador que pondera as exportações nominais de cada tipo de produto pelo seu conteúdo não importado, procurando refletir a componente de valor acrescentado interno implícita nas exportações (Gráfico 4.9). Este indicador revela que o diferencial das taxas de crescimento homólogo entre as exportações ponderadas e não ponderadas pelo conteúdo não importado no primeiro semestre é de cerca de 3 p.p. positivos (em termos médios no ano de 2013 esse diferencial foi de cerca de 1 p.p. negativo). Isto significa que as exportações de bens com maior impacto no PIB apresentam um comportamento mais dinâmico ao longo de 2014.

Por seu turno, as exportações de serviços desaceleraram no primeiro semestre de 2014 (para 4,4 por cento em volume, o que compara com um crescimento de 8,2 por cento em 2013). Esta evolução refletiu um abrandamento em diversas componentes, nomeadamente nos serviços de construção (que apresentaram uma queda no semestre) e nos outros serviços prestados às empresas (com um abrandamento significativo). Em contraste, as exportações de turismo mantiveram-se dinâmicas e aceleraram face ao conjunto do ano de 2013, tendo crescido cerca de 10 por cento no primeiro semestre em termos nominais.

No primeiro semestre, as exportações de bens e serviços apresentaram um crescimento ligeiramente inferior à evolução da procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa. Esta evolução contrasta com os significativos ganhos de quota de mercado observados desde 2011, mas está influenciada por fatores de natureza temporária que afetaram a exportação de combustíveis (Gráfico 4.10).

Aceleração das importações refletindo a recuperação da procura interna

As importações aceleraram nos primeiros meses do ano, refletindo a maior procura global associada à recuperação da procura interna. As componentes da procura com elevado conteúdo importado (automóveis, máquinas e ou-

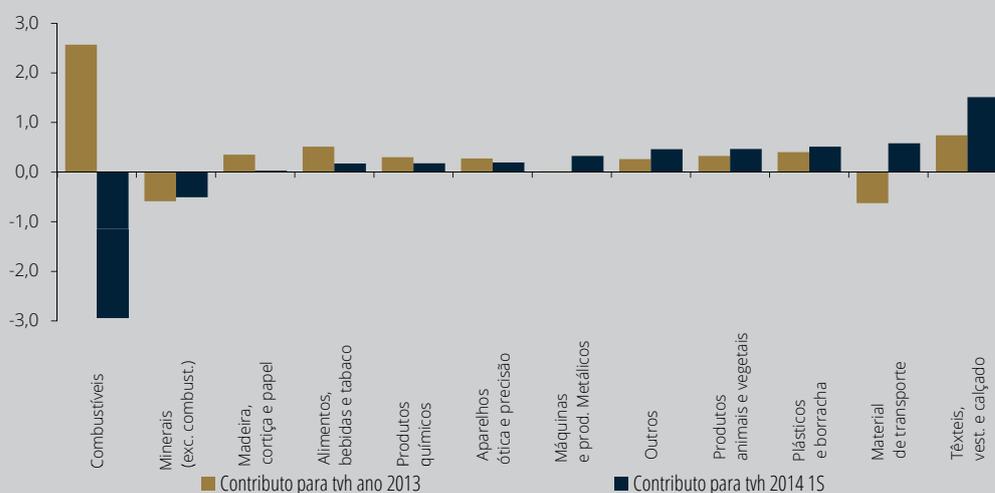


Gráfico 4.8 • Exportações nominais de bens por grupos de produtos | Contributos para a variação total (em pontos percentuais)

Fontes: INE e Banco de Portugal.

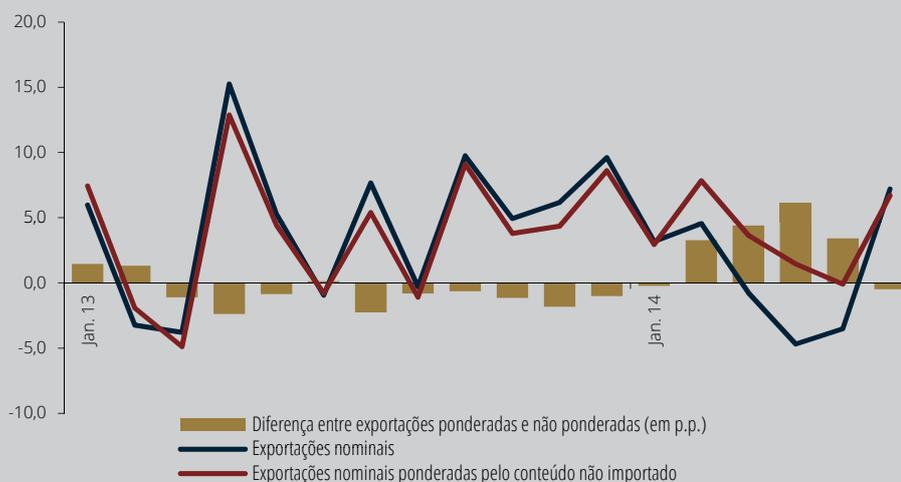


Gráfico 4.9 • Exportações nominais de bens com e sem ponderação pelos conteúdos não importados | Taxa de variação homóloga, em percentagem

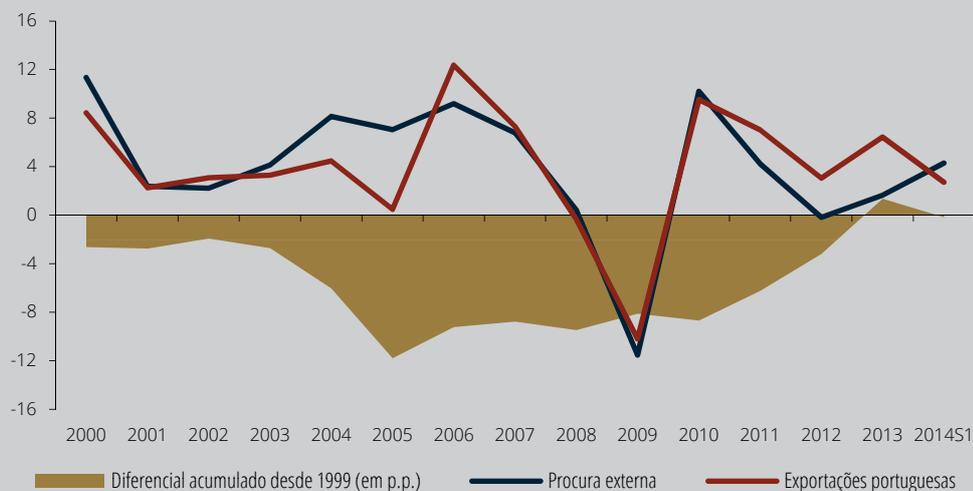
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Para uma descrição da metodologia subjacente ver Caixa 4.1 "Evolução das exportações nominais de bens ponderadas pelo conteúdo não importado" do *Boletim Económico* de abril 2014.

tros bens de equipamentos) foram as que apresentaram maior dinamismo. Adicionalmente, uma parte desses bens importados resultou da necessidade de alguma reposição de *stocks*, após um período prolongado de desacumulação. Este comportamento dos fluxos de comér-

cio externo refletiu-se também numa redução da capacidade de financiamento da economia este semestre face ao conjunto do ano anterior, embora influenciada em parte por fatores de natureza temporária (Secção 6. Balança de pagamentos).

Gráfico 4.10 •
Exportações,
procura externa e
quota de mercado
das exportações
| Taxas de variação,
em percentagem



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

Caixa: Revisões das séries de contas nacionais e da balança de pagamentos

A informação de Contas Nacionais e as estimativas apresentadas neste Boletim Económico incorporam as novas séries de Contas Nacionais Portuguesas na base 2011 para o período de 1995 a 2014 (contas anuais definitivas até 2011 e contas trimestrais até ao segundo trimestre de 2014) divulgadas pelo INE em setembro de 2014. A informação do atual Boletim reflete também uma revisão das estatísticas da Balança de Pagamentos e da Posição de Investimento Internacional. Esta caixa descreve brevemente as principais alterações metodológicas subjacentes a estas revisões, bem como o respetivo impacto nas estatísticas relativas à economia portuguesa.

Alterações metodológicas, conceptuais e de fontes

A revisão da base das Contas Nacionais que, de acordo com os regulamentos comunitários, está prevista ocorrer periodicamente, visa a incorporação de novas fontes estatísticas e a atualização de procedimentos metodológicos. Em simultâneo com a mudança de base, do ano 2006 para o ano 2011, estas novas séries de Contas Nacionais incorporam um conjunto de alterações metodológicas e conceptuais decorrentes da entrada em vigor do novo Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC 2010), que vem substituir o anterior regulamento (SEC 1995). O SEC 2010 revê igualmente o programa e calendário de transmissão de dados à Comissão Europeia (*Eurostat*)¹¹, com o alargamento da informação a reportar, designadamente ao nível das administrações públicas e das contas de património, e com o encurtamento dos prazos de disponibilização das estatísticas trimestrais¹². O novo Sistema garante também a comparabilidade a nível internacional dada a sua consistência e implementação quase em simultâneo com o *System of National Accounts* (SNA 2008) das Nações Unidas, o qual foi implementado nos EUA em 2013 e tem uma abrangência a nível global.

A informação subjacente ao atual Boletim reflete também as alterações estatísticas decorrentes da atualização do Manual da Balança de Pagamentos e da Posição de Investimento Internacional para a sua sexta edição (BPM6), bem como da implementação de um novo sistema de recolha de informação. A revisão do Manual prende-se, em larga medida, com a necessidade de refletir alterações económicas de carácter estrutural como a globalização e a inovação financeira. A implementação da metodologia atualizada traduz-se também numa abordagem mais detalhada e / ou reclassificação de algumas operações e numa maior consistência com o Sistema de Contas Nacionais¹³.

A nível europeu, em particular para os países da área do euro, foi decidida a implementação simultânea das alterações metodológicas nas Contas Nacionais, balança de pagamentos e estatísticas de finanças públicas, com o objetivo de uma divulgação coordenada das novas séries a transmitir a partir de setembro de 2014¹⁴. Estas alterações metodológicas têm impacto assinalável em alguns dos principais agregados macroeconómicos tais como o PIB, investimento, exportações e importações de bens e serviços, posição de investimento internacional, défice e dívida pública.

As principais alterações metodológicas e conceptuais decorrentes da implementação do SEC 2010 são as seguintes:

- Alargamento do âmbito dos conceitos de ativos e de investimento. A alteração metodológica com maior impacto no nível do PIB diz respeito ao registo das despesas de investigação e desenvolvimento como despesa de investimento, enquanto anteriormente eram tratadas como consumo intermédio. Também as despesas com aquisição de material militar passaram a ser classificadas como investimento, com reflexo no nível e sobretudo no perfil trimestral deste agregado. Esta alteração não tem impacto relevante no PIB, uma vez que anteriormente a aquisição de material militar era considerada essencialmente como consumo público.

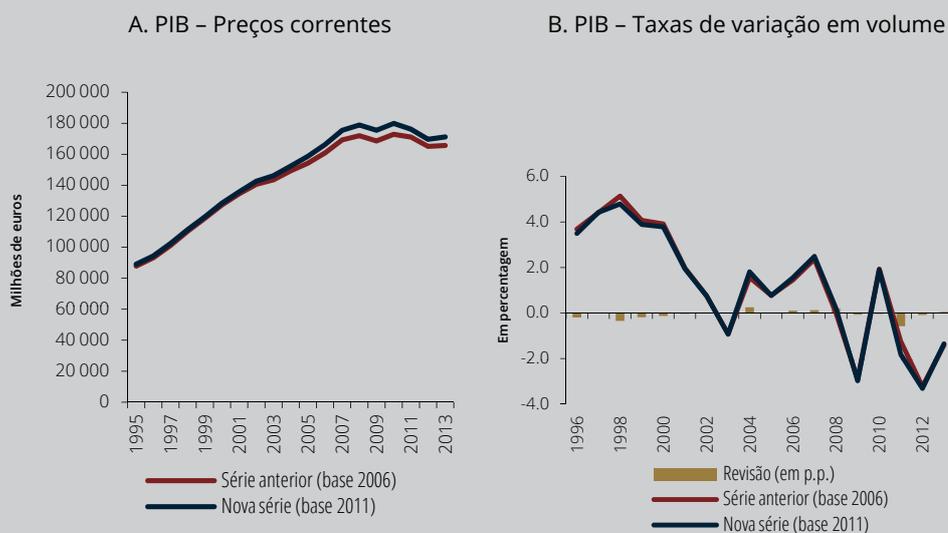
- Novas regras de delimitação dos setores institucionais. Em particular, a classificação de entidades no setor público recorre em maior medida a critérios qualitativos, como o controlo efetivo pelas administrações públicas e a existência de preços economicamente significativos, e à alteração do chamado “rácio de mercantilidade”, que passa a incluir nos custos os encargos líquidos com o pagamento de juros. Estas novas orientações refletiram-se na reclassificação de um conjunto de empresas ou instituições no setor das administrações públicas que anteriormente estavam classificadas no setor das sociedades não financeiras (por exemplo, a Parpública – Participações Públicas SGPS, S.A., os Hospitais-Empresa e a CP – Comboios de Portugal EPE). A consequente alteração do perímetro tem impacto no défice e na dívida das administrações públicas. De notar que, embora no seu conjunto as entidades agora consideradas no setor das administrações públicas sejam deficitárias, a sua inclusão implica nalguns casos a consolidação de operações específicas (nomeadamente aumentos de capital classificados como transferências de capital), anulando o seu impacto no défice.
- Novas regras de registo das “entidades com fins especiais” (*Special Purpose Entities – SPE*), passando a ser registados na sua produção apenas os fluxos com agentes residentes. Em Portugal, uma parte importante destas entidades localiza-se na zona franca da Madeira, sendo que esta alteração tem um impacto negativo no nível do PIB.
- Alteração do registo das transferências de fundos de pensões, que passam a ser consideradas como operações financeiras, e não como transferências de capital do lado da receita. Deste modo deixam de ter impacto no saldo orçamental. Da mesma forma, as pensões pagas nos anos seguintes aos beneficiários dos fundos transferidos também não têm efeito no saldo. Esta alteração metodológica modifica o perfil temporal do défice das administrações públicas.
- Novas regras de registo do aperfeiçoamento ativo (*processing*), isto é, os bens que cruzam a fronteira do país para serem objeto de transformação passam a ser registados em importação / exportação de bens apenas nos casos em há mudança de propriedade. O valor do serviço dos trabalhos de aperfeiçoamento é registado como exportação / importação de serviços. Esta alteração metodológica dá origem a revisões nos fluxos de importação e exportação, mas sem impacto no PIB ou no saldo da balança de bens e serviços.
- Nas contas nacionais, para além das alterações metodológicas referidas, são ainda de destacar as alterações relacionadas com a incorporação de nova informação estrutural. Neste âmbito, incluem-se a incorporação de dados censitários (censos de 2011 e recenseamento agrícola de 2009), do inquérito às despesas das famílias (IDEF 2010-2011) e dos novos dados das estatísticas da Balança de Pagamentos. A incorporação dos dados dos censos 2011 refletiu-se, em particular, no valor das rendas de habitação e no nível de emprego total e por atividade económica.

Impacto das revisões

Da comparação entre as séries anuais agora divulgadas e as anteriores, conclui-se que, tanto para o PIB como para os principais agregados da procura interna (em particular para a FBCF), se registou uma revisão em alta do nível de toda a série (Gráficos 1 e 2). Globalmente, o nível do PIB (em termos nominais) foi revisto em 2,3 por cento na média dos anos 1995-2013, com revisões mais acentuadas nos anos mais recentes (2,9 por cento no ano base – 2011 – e 3,0 por cento em média no período 2012-2013). O nível da FBCF (em termos nominais) foi revisto em 5,4 por cento no ano base (5,0 por cento em 2012-2013). De acordo com o INE, e tendo em conta tanto as alterações metodológicas como a incorporação de novas fontes, as componentes com maior

impacto no nível do PIB foram as rendas de habitação (com uma revisão correspondente a 1,8 por cento do nível do PIB em 2011) e a classificação das despesas de investigação e desenvolvimento no investimento (com um impacto de 1,3 por cento no PIB de 2011). Apesar da revisão no nível, o perfil de evolução temporal das séries e, em particular, as taxas de variação anuais em volume não sofreram alterações significativas.

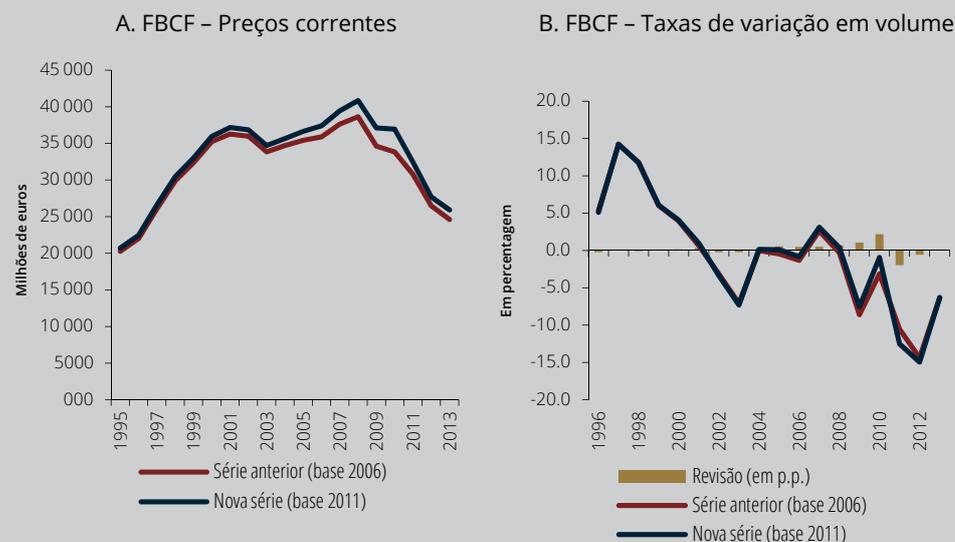
Gráfico 1 • PIB base 2011 vs. base 2006



Fonte: INE.

Fonte: INE.

Gráfico 2 • FBCF base 2011 vs. base 2006



Fonte: INE.

Fonte: INE.

Adicionalmente, o novo perfil trimestral das contas nacionais reflete ainda o facto de o INE ter passado a divulgar as séries ajustadas de sazonalidade e de efeitos de calendário (quando anteriormente eram ajustadas apenas de sazonalidade). Esta alteração tem um impacto significativo nas taxas de variação em cadeia dos vários agregados de despesa.

A revisão implícita no saldo da balança corrente e de capital em percentagem do PIB é aproximadamente nula, em média, no período 1996-2013 (-0,3 por cento do PIB em 2012-2013), revisão de magnitude próxima à registada na balança financeira. No caso do rácio da posição de investimento internacional no PIB, as revisões assumem uma magnitude de -0,3 pontos percentuais do PIB em média no período 1996-2013, de sinal positivo nos anos mais recentes (-1,9 pontos percentuais em média em 1996-2006 e 2,2 pontos percentuais em 2007-2013) (Gráfico 3).

No que respeita às estatísticas das administrações públicas, as referidas alterações metodológicas conduziram a revisões do défice orçamental e do *stock* da dívida pública de montante considerável, mas não determinam uma alteração assinalável na análise estrutural dos desenvolvimentos orçamentais das últimas décadas. As revisões em alta do défice de montante mais significativo decorrem da diferente contabilização das transferências de fundos de pensões, que atingiram montantes elevados, designadamente em 2003, 2004, 2010 e 2011. Pelo contrário, o ano de 2012 destaca-se pela significativa revisão em baixa do défice das administrações públicas, nomeadamente por via da anulação do efeito de magnitude considerável sobre o défice da transferência de capital recebida pela Sagestamo, SGPS, S.A., que consolida na sequência da inclusão desta entidade no setor das administrações públicas (Gráfico 4A)¹⁵. Relativamente ao rácio da dívida pública, as alterações foram pouco expressivas, na medida em que as revisões no valor da dívida, essencialmente decorrentes da alteração do perímetro, foram compensadas pelo efeito denominador resultante da revisão em alta do PIB nominal (Gráfico 4B).

Gráfico 3 • Balança de pagamentos e posição de investimento internacional

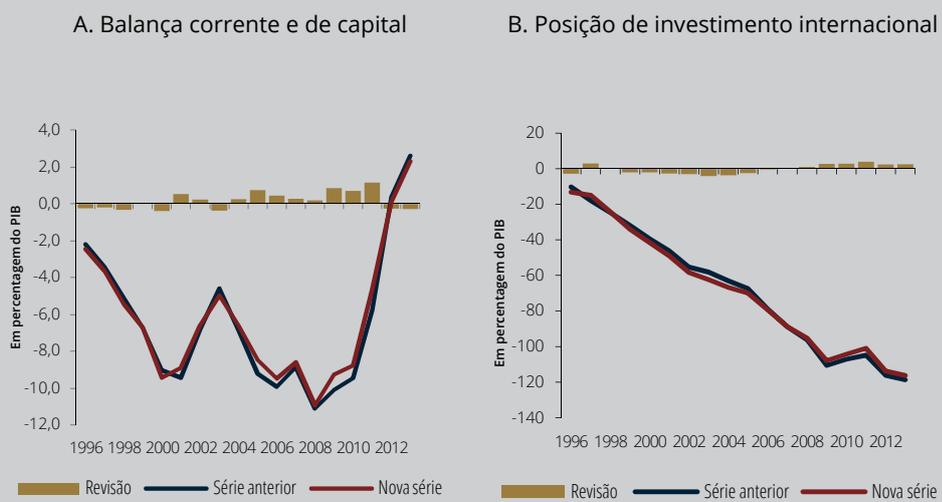
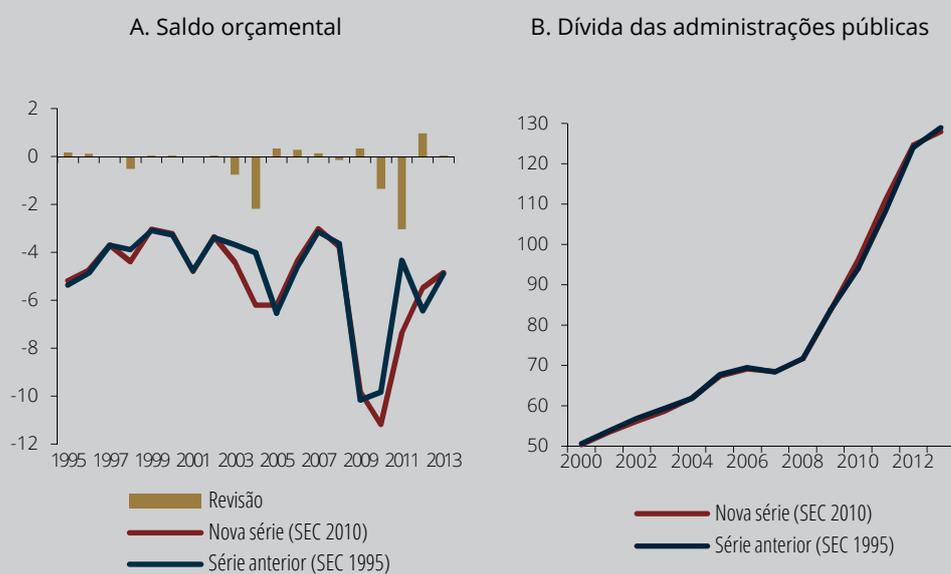


Gráfico 4 • Saldo orçamental e dívida pública relevantes na ótica do procedimento dos défices excessivos | Em percentagem do PIB



5. Preços

Descida da taxa de inflação para valores negativos no primeiro semestre de 2014, num quadro de baixa inflação na área do euro

A taxa de inflação, medida pela variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se, em média, em -0,2 por cento no primeiro semestre de 2014, o que compara com 0,2 e 0,6 por cento no semestre anterior e no semestre homólogo de 2013, respetivamente (Quadro 5.1). Esta trajetória de redução da inflação também se verificou na área do euro, e em magnitude semelhante. Deste modo, o diferencial das taxas de variação homólogas do IHPC entre Portugal e a área do euro manteve-se em cerca de -0,8 p.p. (Gráfico 5.1). As componentes com maior

contributo para este diferencial são os bens industriais não energéticos e os serviços.

Variação ligeiramente positiva do IHPC excluindo os bens alimentares não transformados e os energéticos

No primeiro semestre de 2014, a variação do IHPC excluindo os bens alimentares não transformados e os energéticos manteve-se relativamente estável, em níveis positivos mas próximos de zero (Quadro 5.1). De entre as componentes do IHPC incluídas neste agregado importa destacar a evolução dos bens industriais não energéticos e dos serviços. No que se refere aos bens industriais não energéticos, observou-se uma significativa diminuição dos preços, sendo de destacar o contributo nega-

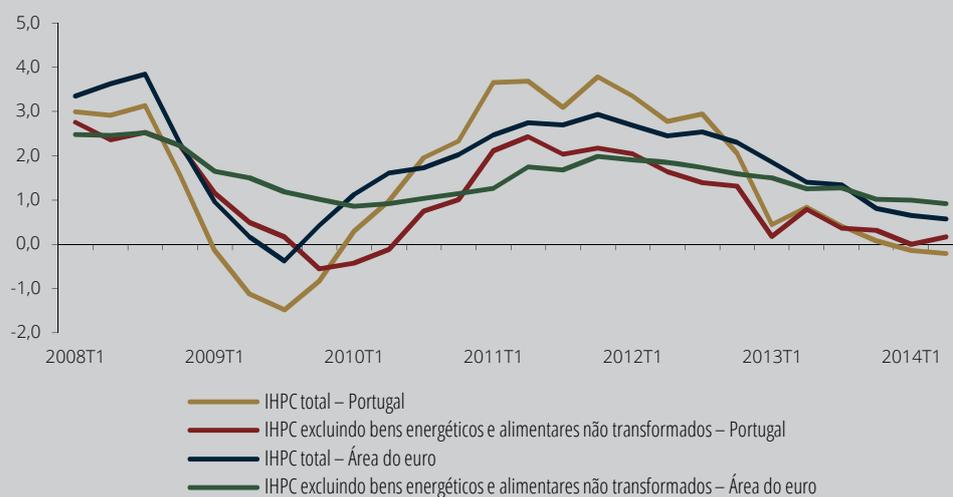
Quadro 5.1 • IHPC – Principais agregados | Em percentagem

	Pesos	Taxa de variação anual				Taxa de variação homóloga							
		2013	2011	2012	2013	2013		2014		2013		2014	
						S1	S2	S1	T3	T4	T1	T2	
Total	100,0	3,6	2,8	0,4	0,6	0,2	-0,2	0,4	0,1	-0,1	-0,2		
Total excluindo energéticos	92,1	2,3	1,7	0,6	0,8	0,5	-0,1	0,7	0,3	0,0	-0,2		
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	81,5	2,2	1,6	0,4	0,5	0,3	0,1	0,4	0,3	0,0	0,2		
Bens	57,6	4,4	2,5	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	-0,3	-0,7	-1,1		
Alimentares	24,2	3,0	3,4	2,3	2,7	1,8	-0,4	2,5	1,1	0,4	-1,3		
Não transformados	10,6	2,9	2,8	2,6	3,2	2,1	-1,7	3,6	0,5	0,0	-3,3		
Transformados	13,5	3,1	4,0	2,0	2,4	1,7	0,6	1,7	1,6	0,8	0,4		
Industriais	33,5	5,2	2,0	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,1	-1,6	-1,0		
Não energéticos	25,6	1,4	-2,1	-1,5	-2,0	-0,9	-1,4	-1,1	-0,8	-1,5	-1,3		
Energéticos	7,9	12,8	9,5	-0,7	0,2	-1,6	-0,7	-1,4	-1,9	-1,5	0,1		
Serviços	42,4	2,4	3,2	1,1	1,5	0,8	0,8	0,9	0,6	0,6	1,0		
<i>Por memória:</i>													
Contributo dos preços sujeitos a regulação (em p.p.)	-	0,7	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3		
Contributo dos impostos (em p.p.)	-	1,3	1,9	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1		
Índice de Preços no Consumidor (IPC)	-	3,7	2,8	0,3	0,4	0,1	-0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,3		
IHPC – Área do euro	-	2,7	2,5	1,4	1,6	1,1	0,6	1,3	0,8	0,7	0,6		

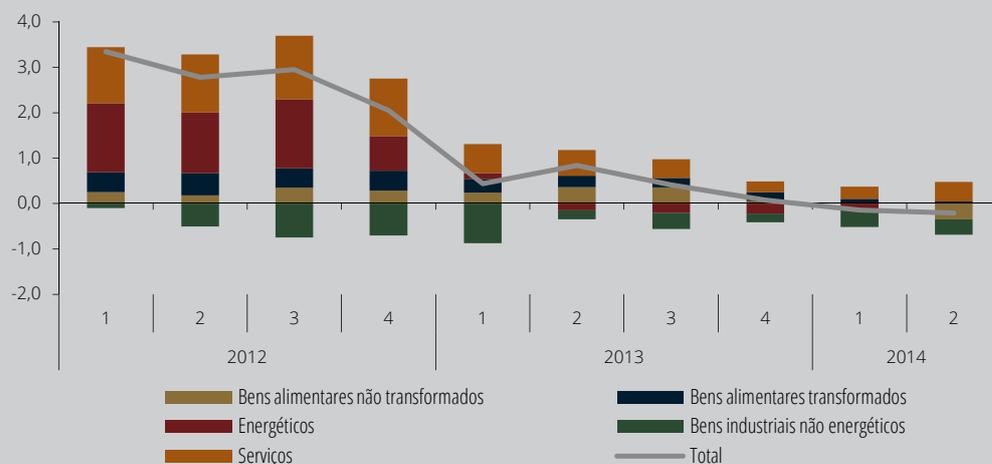
Fontes: Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.

tivo dos produtos farmacêuticos, condicionados por efeitos base após o aumento médio de 4,6 por cento registado em 2013. No caso dos serviços, continuou a observar-se um crescimento moderado dos preços, em média próximo de 1,0 por cento no primeiro semestre de 2014, à semelhança do observado no semestre anterior. Refira-se também a manutenção de um diferencial negativo da variação dos preços dos serviços face à área do euro (-0,4 p.p.), o que contrasta com um diferencial nulo na primeira metade de 2013.

Com efeito, a evolução decrescente da inflação ao longo do último ano foi fortemente influenciada pela dinâmica das componentes mais voláteis (os bens alimentares não transformados e os energéticos). No primeiro semestre de 2014, a componente mais determinante para a redução da inflação foi a de bens alimentares não transformados, cujo contributo para a variação total do IHPC registou uma redução de 0,7 p.p. entre o segundo trimestre de 2013 e o segundo trimestre de 2014 (Gráfico 5.2). Esta evolução, que é comum à área do euro,



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

deverá estar parcialmente relacionada com a redução dos preços dos meios de produção de consumo corrente na agricultura¹⁶, sendo que no primeiro semestre de 2014 foi igualmente condicionada por alguns efeitos base nas subcomponentes “frutas” e “produtos hortícolas”.

No que se refere à componente dos bens energéticos, observou-se um perfil de redução dos preços em termos homólogos desde o segundo trimestre de 2013, que foi interrompido no segundo trimestre de 2014. A evolução dos

preços dos combustíveis e lubrificantes reflete, em larga medida, a evolução do preço do petróleo em euros, bem como alguma recuperação das margens de refinação e distribuição da gasolina ao longo do primeiro semestre de 2014¹⁷.

Esta evolução das principais componentes do IHPC refletiu um aumento do peso do número de subcomponentes com variação negativa no primeiro semestre de 2014 para níveis máximos, superiores aos observados em 2009.

Gráfico 5.3 •
Peso das
componentes do
IHPC com taxa de
variação negativa
| Em percentagem

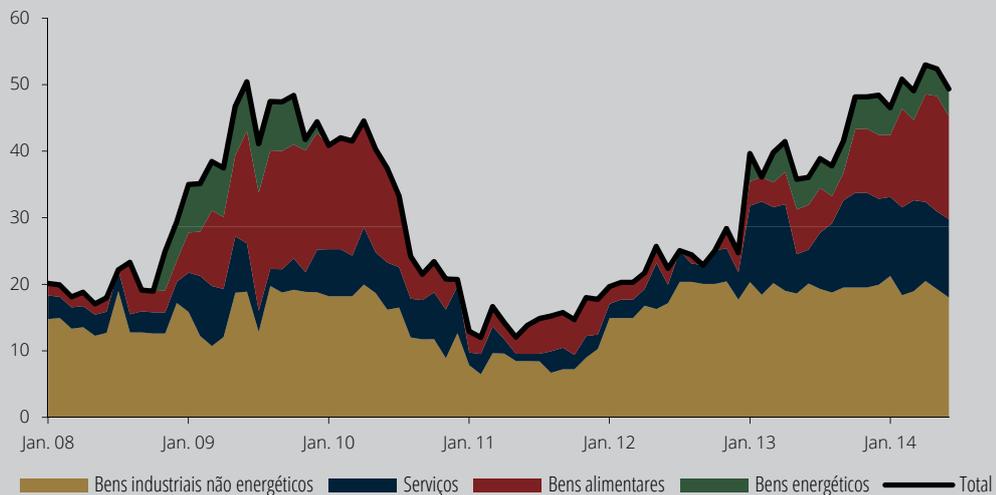


Gráfico 5.4 •
Expectativas de
inflação
| Em percentagem



Comparativamente com a segunda metade de 2013, este aumento resulta essencialmente da evolução da componente de bens alimentares (Gráfico 5.3).

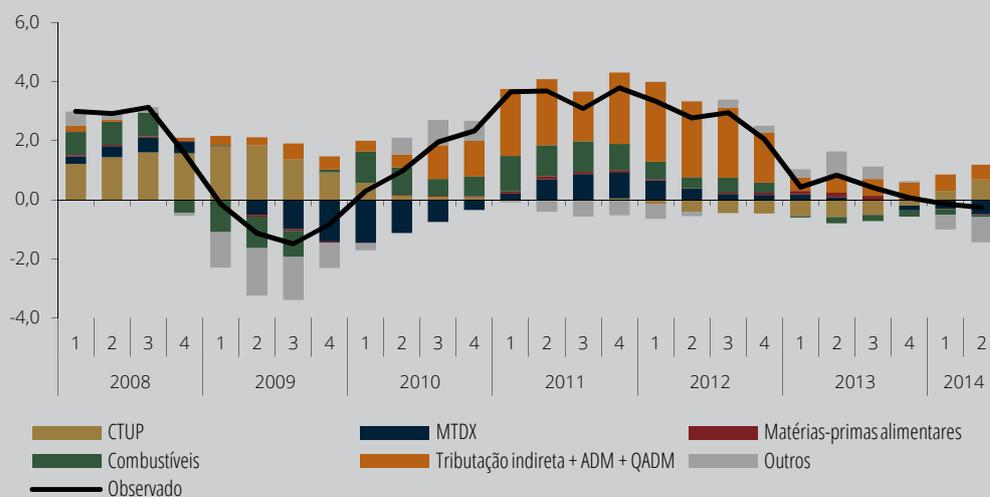
Relativa estabilidade das expectativas de inflação nos próximos doze meses

Não obstante a descida significativa da inflação registada desde o início de 2013, as expectativas de inflação para os próximos doze meses em Portugal, medidas quer pelas previsões da *Consensus Economics*, quer pelo inquérito à confiança dos consumidores da Comissão Europeia situam-se em valores positivos, embora próximos de zero (Gráfico 5.4).

Estas expectativas são definidas num contexto em que as pressões internas e externas sobre os preços continuam muito limitadas. Os preços de importação de mercadorias excluindo bens energéticos mantiveram uma tendência de redução em termos homólogos no primeiro semestre de 2014 (cerca de -3 por cento, face a -2,1 por cento no segundo semestre de 2013),

em linha com a evolução dos preços de exportação dos parceiros comerciais de Portugal e com a queda muito acentuada dos preços das matérias-primas não energéticas nos mercados internacionais. Ao nível interno, a informação relativa às remunerações de base declaradas à Segurança Social aponta para uma redução homóloga das mesmas no primeiro semestre de 2014 de 0,5 por cento, próxima da média observada em 2013. A procura agregada, ainda em níveis abaixo do potencial, deverá continuar a exercer uma pressão em baixa sobre o crescimento dos salários por trabalhador e sobre os lucros das empresas. A dinâmica dos salários encontra-se também fortemente condicionada pelo o valor ainda elevado da taxa de desemprego.

A decomposição da evolução da inflação nos seus principais determinantes com base no modelo de projeção habitualmente utilizado ilustra esta evolução (Gráfico 5.5)¹⁸. No entanto, num contexto de recuperação da atividade, a redução das margens de lucro no período mais recente deverá assumir um carácter temporário, projetando-se o retorno da inflação a níveis positivos no final de 2014 (“Projeções para a economia portuguesa para 2014”).



6. Balança de pagamentos

Relativa estabilidade da capacidade de financiamento da economia na primeira metade de 2014

No primeiro semestre de 2014, registou-se uma relativa estabilidade da capacidade de fi-

nanciamento da economia portuguesa, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital, que se situou em 0,4 por cento do PIB após 0,6 por cento na primeira metade de 2013 (2,3 por cento no conjunto do ano de 2013) (Quadro 6.1).

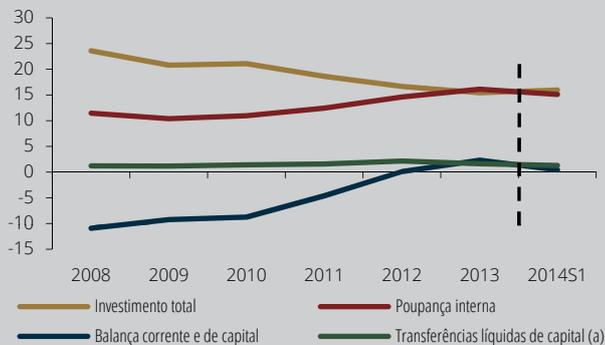
Quadro 6.1 • Balança corrente e de capital | Saldos em percentagem do PIB

	2010	2011	2012	2013	1.º Semestre	
					2013	2014
Balança corrente e balança de capital	-8,8	-4,6	0,1	2,3	0,6	0,4
Balança corrente	-10,1	-6,2	-2,0	0,7	-0,7	-0,9
Balança de bens e serviços	-7,1	-3,5	0,1	2,1	1,6	0,7
Bens	-10,7	-8,1	-5,3	-4,4	-3,7	-4,6
Serviços	3,6	4,6	5,5	6,5	5,3	5,3
dos quais:						
Viagens e turismo	2,6	2,9	3,3	3,6	2,6	2,8
Balança de rendimento primário	-3,2	-3,0	-2,8	-2,2	-2,6	-1,9
Balança de rendimento secundário	0,2	0,3	0,6	0,7	0,4	0,3
do qual:						
Remessas de emigrantes / imigrantes	1,0	1,0	1,3	1,4	1,3	1,3
Balança de capital	1,4	1,6	2,1	1,6	1,3	1,3

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 6.1 • Necessidades de financiamento da economia

| Em percentagem do PIB

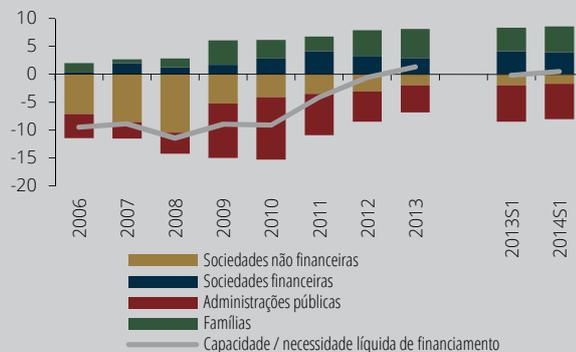


Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

Gráfico 6.2 • Necessidades de financiamento da economia por setor institucional

| Em percentagem do PIB



Fonte: INE.

Em 2012 e 2013, a economia portuguesa apresentou uma capacidade de financiamento externo, em contraste com mais de uma década de défices significativos da balança corrente e de capital, o que constitui um dos traços fundamentais do atual processo de ajustamento. Esta evolução refletiu uma redução do investimento, mas sobretudo um aumento da poupança (Gráfico 6.1). No primeiro semestre de 2014, assistiu-se a uma relativa estabilidade na capacidade de financiamento da economia face ao semestre homólogo, refletindo um ligeiro aumento quer do investimento quer da poupança interna.

Na primeira metade de 2014, as administrações públicas e as sociedades não financeiras continuaram a apresentar necessidades de financiamento, enquanto as sociedades financeiras e as famílias apresentaram uma capacidade de financiamento (Gráfico 6.2)¹⁹. O processo de desalavancagem do setor privado refletiu-se num aumento da capacidade de financiamento das famílias e numa redução das necessidades de financiamento das sociedades não financeiras. Estas tendências mantiveram-se no primeiro semestre de 2014, por comparação com o semestre homólogo. Entre o primeiro semestre de 2011 e o primeiro semestre de 2014 o setor privado contribuiu em cerca de 6,5 p.p. do PIB para o aumento do saldo líquido de financiamento

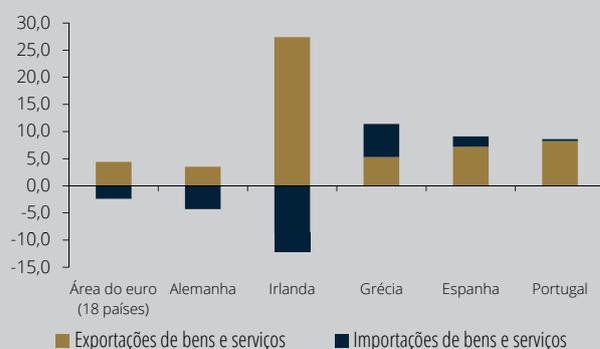
da economia portuguesa com o resto do mundo (que se situou em cerca de 8 p.p. do PIB).

Embora parte do processo de ajustamento da balança corrente e de capital, em particular da balança de bens e serviços, assuma uma natureza cíclica, uma parte significativa deste ajustamento deverá assumir um caráter estrutural. Por um lado, os ganhos de quota de mercado externo registados nos últimos anos deverão assumir um caráter permanente, em linha com a reafecção de recursos para o setor transacionável e com a diversificação dos mercados de destino das exportações portuguesas. Por outro lado, o aumento da taxa de poupança das famílias nos últimos anos, que contribuiu para a diminuição das importações no passado recente, também deverá refletir em parte um ajustamento nas decisões dos agentes de natureza estrutural. Refira-se igualmente que a proporção do ajustamento da balança comercial decorrente do aumento das exportações foi superior em Portugal face aos restantes países em processos de ajustamento, bem como ao total da área do euro (Gráfico 6.3).

Embora se tenha registado um excedente da balança corrente e de capital em percentagem do PIB no primeiro semestre de 2014, a balança corrente apresentou-se deficitária no mesmo período (-0,9 por cento do PIB, o que compara

Gráfico 6.3 • Contributos para a variação da balança comercial entre 2007 e 2013

| Em percentagem do PIB

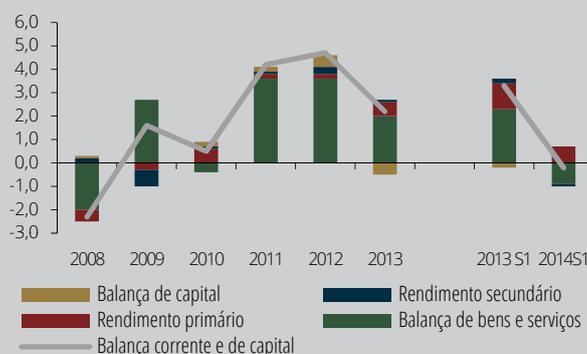


Fontes: INE e Eurostat.

Notas: Dados relativos a Contas Nacionais. No caso da Irlanda os contributos dizem respeito à variação 2007-2012.

Gráfico 6.4 • Decomposição da variação do saldo da balança corrente e de capital

| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

com -0,7 por cento do PIB na primeira metade de 2013 e com um excedente de 0,7 por cento no conjunto de 2013) (Gráfico 6.4).

Esta evolução reflete essencialmente a redução do excedente da balança de bens e serviços, cujo saldo se reduziu para 0,7 por cento do PIB no primeiro semestre de 2014 (1,6 por cento do PIB no semestre homólogo), conjugada com um menor défice da balança de rendimento primário (-1,9 por cento do PIB, o que compara com -2,6 por cento na primeira metade de 2013).

Face ao semestre homólogo de 2013, a redução do excedente da balança comercial reflete em larga medida a evolução da componente de bens. Em particular, registou-se um agravamento do défice da componente não energética da balança de bens, em resultado de um aumento das importações excluindo combustíveis. O saldo da componente energética apresentou também uma variação negativa no primeiro semestre de 2014, o que traduziu uma redução das exportações de combustíveis, associada a interrupções temporárias no funcionamento de uma empresa de refinação (Gráfico 6.5).

A evolução destas componentes face ao semestre homólogo refletiu em larga medida efeitos de volume, compensados parcialmente por um efeito favorável de termos de troca. Este reflete quer a evolução dos preços de mercadorias excluindo bens energéticos – caracterizada por uma redução homóloga de cerca de 0,5 por cento dos preços de exportação e por uma redução de cerca de 3 por cento dos preços de importação – quer a descida continuada do preço do petróleo.

O excedente da balança de serviços manteve-se estável face ao semestre homólogo em 5,3 por cento do PIB. A componente de viagens e turismo apresentou um ligeiro aumento do excedente em termos homólogos, em linha com o forte dinamismo das exportações. A dinâmica desta rubrica compensou uma evolução ligeiramente menos favorável de outras componentes, como a dos serviços de construção ou de outros serviços de manutenção e reparação não especificados noutras rubricas.

A evolução da balança comercial foi parcialmente compensada por uma redução do défice da balança de rendimento primário face ao semestre homólogo, que refletiu em larga medida um aumento de recebimentos do exterior, embora também em menor grau uma redução dos pagamentos ao exterior. Esta evolução reflete essencialmente a componente de rendimentos de propriedade, em particular associada a investimento de carteira em obrigações e títulos de dívida de longo prazo. Por comparação com o semestre homólogo, esta rubrica registou maiores recebimentos do exterior, tendo estes retomado níveis próximos dos observados em média em 2011, bem como menores pagamentos, que poderão estar relacionados com a tendência de redução das taxas de juro de longo prazo, em particular no que se refere às taxas de Obrigações do Tesouro português²⁰.

O saldo conjunto das balanças de rendimento secundário e da balança de capital apresentou-se virtualmente inalterado face ao semestre homólogo, em linha com uma relativa estabilidade em percentagem do PIB das transferências da União Europeia relativas a fundos estruturais. É apenas de referir uma redução no saldo das transferências relativas ao Fundo Social Europeu, em linha com a redução prevista na segunda alteração ao Orçamento do Estado para 2014, bem como do Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional (FEDER), que apresentou no primeiro semestre uma taxa de execução ligeiramente inferior à registada no período homólogo do ano anterior.

A balança financeira caracterizou-se por um aumento significativo dos fluxos de entrada e saída de fundos na primeira metade de 2014

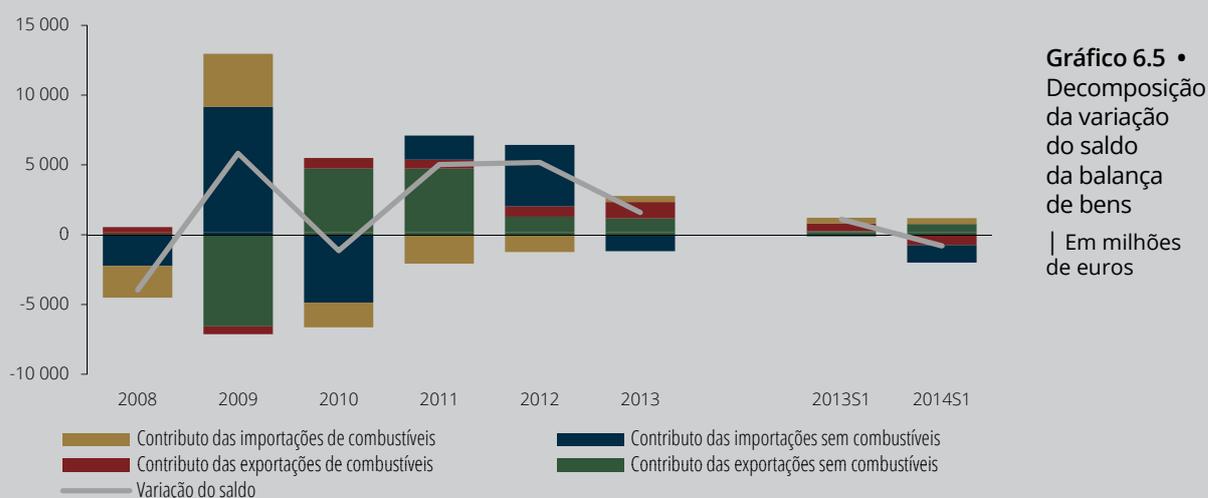
Na primeira metade de 2014 verificou-se uma saída líquida de fundos para o exterior de 0,8 por cento do PIB, o que compara com um saldo da balança financeira de -0,2 por cento do PIB no semestre homólogo²¹.

A evolução da balança financeira no primeiro semestre de 2014, caracterizada por um aumento

significativo quer da aquisição líquida de ativos financeiros quer da responsabilidade líquida em passivos face a não residentes, reflete alguma normalização do padrão de financiamento da economia portuguesa, associado a uma progressiva melhoria do acesso dos agentes económicos residentes aos mercados internacionais de divi-

da por grosso (Gráfico 6.6). Esta evolução decorre num contexto de continuação do processo de ajustamento da economia portuguesa e de atenuação das tensões nos mercados financeiros internacionais.

O aumento de ativos e passivos em percentagem do PIB registou-se nas rubricas de investimento



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O contributo das importações corresponde ao simétrico da respetiva variação.

Gráfico 6.6 • Balança financeira – Saldo e variação de ativos e passivos

| Em percentagem do PIB

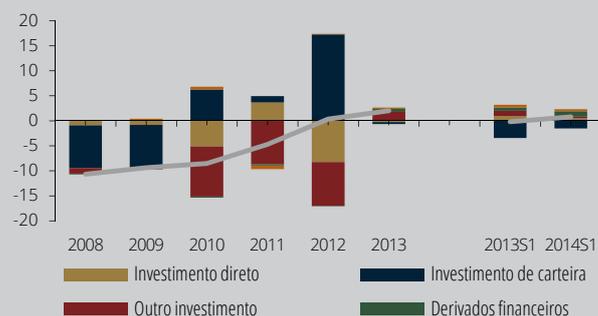


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: um aumento da responsabilidade líquida em passivos face a não residentes corresponde a uma entrada de fundos e um aumento da aquisição líquida de ativos financeiros corresponde a uma saída de fundos. Os valores encontram-se ajustados de operações de fim de ano de natureza temporária e revertidas nos primeiros dias do ano seguinte, associadas a ativos e passivos de outro investimento das autoridades monetárias e das outras instituições financeiras monetárias. A variação de ativos inclui os derivados financeiros líquidos de passivos.

Gráfico 6.7 • Balança financeira – Saldo e variação líquida por instrumento

| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

de carteira e de outro investimento (Gráfico 6.7). A evolução do investimento de carteira refletiu em larga medida o aumento da exposição em títulos de dívida de curto e de longo prazo. Esta evolução concentrou-se sobretudo no setor institucional financeiro não monetário, em particular refletindo uma operação de elevado montante resultante do investimento mútuo entre uma sociedade gestora de participações sociais residente em Portugal, associada a um grupo empresarial de telecomunicações, e uma empresa não residente.

É também de destacar o aumento de passivos líquidos de carteira das instituições financeiras monetárias, associado à colocação de títulos de dívida de longo prazo dos bancos portugueses junto de entidades não residentes, resultantes em particular de aumentos de capital por parte de alguns bancos que tiveram lugar neste período. Por outro lado, verificou-se um menor aumento da responsabilidade líquida em passivos de carteira face ao semestre homólogo por parte do setor de sociedades não financeiras e particulares e das administrações públicas, neste último caso refletindo a amortização de títulos de longo prazo²².

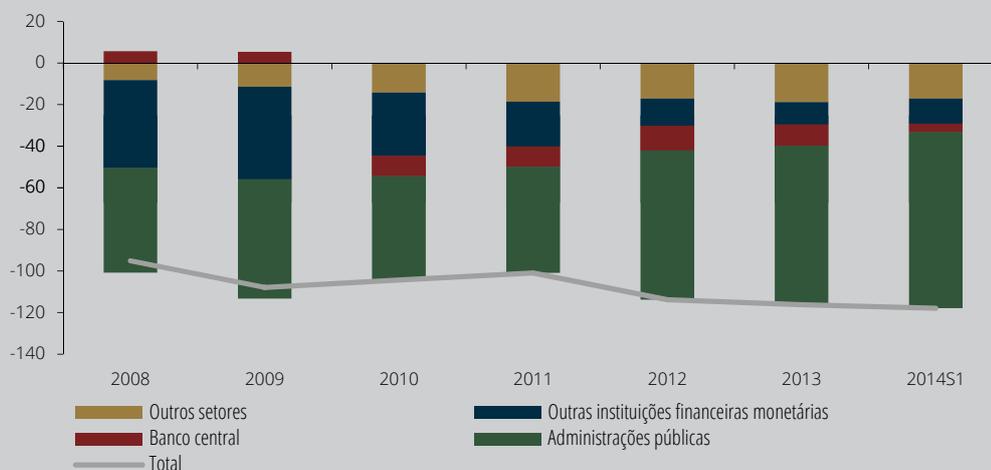
No caso da rubrica de outro investimento, que reflete essencialmente as operações de empréstimos e depósitos entre residentes e não

residentes, observaram-se saídas líquidas de capital no primeiro semestre de 2014 de magnitude inferior às registadas no semestre homólogo. Esta evolução da componente de outro investimento reflete em larga medida o comportamento dos empréstimos líquidos cedidos por residentes a não residentes e dos depósitos de não residentes junto de entidades portuguesas.

Ligeiro agravamento da posição de investimento internacional no primeiro semestre de 2014

No primeiro semestre de 2014, registou-se um agravamento da posição devedora (líquida) da economia portuguesa face ao resto do mundo, que se situou em 117,9 por cento do PIB (118,3 no final do primeiro semestre de 2013 e 116,2 por cento no final do conjunto desse ano) (Gráfico 6.8). Este agravamento resulta em larga medida da evolução da posição de investimento internacional das administrações públicas, que reflete parcialmente variações de preço com impacto negativo associadas à valorização de passivos de investimento em carteira, num contexto de redução das taxas de juro de longo prazo. Estes efeitos preço negativos afetaram também a valorização de títulos de sociedades não financeiras.

Gráfico 6.8 •
Posição de investimento internacional – Por setor institucional
| Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas

1. Estes critérios têm em linha de conta o custo de capital e restrições do balanço dos bancos, as pressões exercidas pela concorrência e a perceção de riscos.
2. Estes autores tipificam os diferentes episódios de recessão, identificando 15 episódios de recessão desencadeada por crises financeiras e 37 com elevada sincronização de entre os 21 países da amostra. Considerando todas as recessões da amostra (122 episódios), a duração média da recessão é de 3,6 trimestres, o PIB diminui 2,7 por cento e a recuperação demora 3,2 trimestres.
3. No caso de Portugal, a atualização dos resultados do estudo com as previsões de abril de 2014 do FMI sugere que o nível do PIB anterior à crise deverá ser atingido em 2018.
4. De notar que a estimativa apresentada parece assumir, implicitamente, um impacto pouco significativo da introdução do novo sistema de Contas Nacionais no saldo orçamental de 2014 em percentagem do PIB, tal como se verificou em 2013.
5. A interrupção da vigência desta medida resulta da decisão do Tribunal Constitucional publicada no Acórdão n.º 413, de 30 de maio, que declarou esta medida inconstitucional mas sem efeitos retroativos. A Lei n.º 75/2014, de 12 de setembro, procedeu à reintrodução das reduções remuneratórias em vigor desde 2011.
6. De destacar, contudo, que o conjunto de entidades que integram as administrações públicas considerado neste âmbito foi menos abrangente do que o atualmente relevante, na medida em que considera o perímetro de consolidação que resultava da aplicação do SEC 1995.
7. Em 2013, o número de emigrantes ascendeu a perto de 54 mil indivíduos (ligeiramente superior ao ano anterior), enquanto o número de imigrantes também aumentou de forma moderada.
8. Como referido pelo INE na publicação do primeiro trimestre de 2014 das Estatísticas do Emprego, a rotação de entrada da amostra passou a ser selecionada a partir de uma base de amostragem extraída do Ficheiro Nacional de Alojamentos (FNA), que foi construído a partir dos dados dos Censos 2011. Deste modo, do terceiro trimestre de 2013 ao terceiro trimestre de 2014 a amostra do Inquérito ao Emprego é constituída por rotações que foram selecionadas a partir da “Amostra-Mãe” e do FNA. A partir do quarto trimestre de 2014 todas as rotações da amostra do Inquérito ao Emprego serão compostas por alojamentos selecionados a partir do FNA.
9. De acordo com a definição do IEFP, os ocupados correspondem a pessoas com idade igual ou superior a 16 anos (salvaguardadas as reservas previstas na Lei), inscritas nos Centros de Emprego para obter um emprego por conta de outrem e integradas em programas de emprego ou formação profissional, com exceção dos programas que visem a integração direta no mercado de trabalho.
10. Ver Secção 3.
11. Regulamento (UE) n.º 549/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de maio de 2013.
12. As estimativas das contas nacionais trimestrais serão divulgadas 60 dias após o fim do trimestre de referência, ao invés dos 70 dias que vigoravam anteriormente. De acordo com o calendário de divulgações do INE, a estimativa das contas nacionais relativa ao terceiro trimestre será já divulgada até ao final de novembro.
13. Para mais informação, veja-se a página do Banco de Portugal dedicada a este tema, em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/MetodologiaNomenclaturasEstatisticas/AlteracoesMetodol%C3%B3gicasSEC2010BPM6/Paginas/AlteracoesMetodol%C3%B3gicasSEC2010BPM6.aspx>.
14. Para mais detalhes sobre o processo de implementação dos novos manuais metodológicos ver “*New International Standards in Statistics – Enhancements to methodology and data availability, ECB, Monthly Bulletin, August 2014*”.
15. De notar que os efeitos referidos estão incluídos no conceito de medidas temporárias e fatores especiais, sendo por isso excluídos da análise estrutural dos desenvolvimentos orçamentais.
16. Índice divulgado pelo INE, disponível em http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOESpub_boui=217618912&PUBLICACOES tema=55505&PUBLICACOES modo=2, que engloba fatores como adubos, energia e alimentos para animais, entre outros.
17. Calculadas como a diferença entre o preço de venda ao consumidor e o preço do petróleo em euros.
18. Ver Caixa 5.1 do *Boletim Económico* de Abril de 2014 “Análise dos determinantes da inflação entre 2008 e 2013”.
19. Refira-se que a capacidade de financiamento apurada na ótica das Contas Nacionais pode diferir do saldo conjunto da balança corrente e de capital apurado nas estatísticas da Balança de Pagamentos devido a diferenças metodológicas entre as duas óticas. É o caso, em particular, do tratamento estatístico diferenciado das operações entre não residentes e algumas entidades com fins especiais (*Special Purpose Entities*) localizadas na Zona Franca da Madeira.
20. Note-se que embora a taxa de juro das novas operações envolvendo Obrigações do Tesouro tenha vindo a registar uma tendência de redução, a taxa de juro média implícita no *stock* de dívida pública total deverá manter-se estável em 2014 (ver “Projeções para a economia portuguesa em 2014”).
21. No conceito de balança financeira em BPM6, ao contrário do que acontecia anteriormente, um saldo negativo (positivo) corresponde a uma entrada (saída) líquida de capitais. Desta forma, o saldo da balança corrente e de capital deveria ser igual ao da balança financeira, caso o saldo da rubrica erros e omissões fosse nulo.
22. No caso das administrações públicas, os passivos líquidos voltaram a aumentar, embora menos do que no semestre homólogo, em resultado da colocação junto de entidades não residentes de títulos de dívida de longo prazo. No primeiro semestre de 2014, as emissões de Obrigações do Tesouro totalizaram cerca de 8 mil milhões de euros, a par de operações de recompra de Obrigações do Tesouro em mercado primário e secundário que totalizaram cerca de 3 mil milhões de euros.





PROJEÇÕES
PARA A ECONOMIA
PORTUGUESA
PARA 2014

Projeções para a economia portuguesa para 2014

As projeções para a economia portuguesa apontam para um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 0,9 por cento em 2014 (Quadro 1), valor igual ao esperado para a área do euro¹ (Gráfico 1). Estas projeções têm implícita uma recuperação gradual da atividade económica ao longo do segundo semestre do ano.

Recuperação gradual da economia portuguesa no segundo semestre do ano

As atuais projeções para 2014 consideram a informação disponível até final de setembro e têm subjacente um conjunto de hipóteses sobre a evolução futura do enquadramento da economia portuguesa análogo aos exercícios de projeção do Eurosistema (Caixa “Hipóteses do exercício de projeção”). Refira-se que os dados históricos para a economia portuguesa se encontram no novo Sistema Europeu de Contas (SEC2010) (Caixa “Revisões das séries de contas nacionais e da balança de pagamentos”, neste Boletim).

A partir do segundo trimestre de 2013 verificou-se um aumento do nível da atividade na econo-

mia portuguesa, interrompendo a tendência de queda verificada desde final de 2010 (Gráfico 2). O primeiro semestre de 2014 foi caracterizado por uma relativa estabilidade da atividade económica. As atuais projeções apontam para uma recuperação moderada no segundo semestre do ano, refletindo o crescimento do consumo e investimento privados, bem como das exportações.

O consumo privado deverá registar um crescimento de 1,9 por cento em 2014, o que tem subjacente a continuação do crescimento gradual desta componente ao longo do segundo semestre do ano. Em termos de composição, antecipa-se um aumento gradual do consumo de bens não duradouros, refletindo o crescimento esperado para o rendimento disponível real. Para o consumo de bens duradouros, após um crescimento acentuado na primeira metade do ano, projeta-se um aumento, embora mais moderado, do nível de despesa no segundo semestre. As despesas de consumo das famílias ao longo de 2014 deverão continuar condicionadas pelo elevado nível de endividamento do setor privado e pela necessidade de prossecução do processo de desalavancagem.

Quadro 1 • Projeções do Banco de Portugal para 2014 | Taxa de variação anual, em percentagem, salvo indicação em contrário

	Pesos	BE outubro 2014		BE junho 2014	
	2013	2013	2014 ^(p)	2013	2014 ^(p)
Produto Interno Bruto	100,0	-1,4	0,9	-1,4	1,1
Consumo privado	64,7	-1,4	1,9	-1,7	1,4
Consumo público	19,0	-1,9	-0,7	-1,8	-0,2
Formação bruta de capital fixo	15,1	-6,3	1,6	-6,6	0,8
Procura interna	99,0	-2,3	1,9	-2,6	1,4
Exportações	39,3	6,4	3,7	6,1	3,8
Importações	38,3	3,6	6,4	2,8	4,6
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)					
Procura interna		-2,4	1,9	-2,6	1,4
Exportações		2,4	1,5	2,3	1,5
Importações		-1,3	-2,5	-1,1	-1,8
Balança corrente e de capital (% PIB)		2,3	2,2	2,6	2,8
Balança de bens e serviços (% PIB)		2,1	1,6	1,7	2,0
Índice harmonizado de preços no consumidor		0,4	0,0	0,4	0,2

Fonte: Banco de Portugal.

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

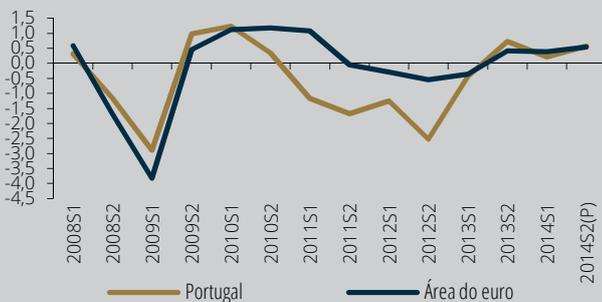
A formação bruta de capital fixo deverá apresentar um crescimento de 1,6 por cento em 2014, após uma queda no primeiro semestre do ano face ao semestre anterior, associada em parte a fatores de natureza temporária. Refira-se a este respeito as condições meteorológicas adversas observadas no primeiro trimestre, que condicionaram o investimento em construção. Na segunda metade do ano antecipa-se uma recuperação do investimento, em particular da componente máquinas e equipamentos. A evolução do investimento empresarial estará a beneficiar de perspetivas mais favoráveis de procura, quer interna quer externa, conjugada com a necessidade de renovação do *stock* de capital nos setores mais dinâmicos da economia. Adicionalmente, a melhoria nas condições de financiamento, bem como o aumento da confiança dos agentes económicos, deverão também contribuir para aquela recuperação. No entanto, a evolução deste agregado deverá continuar condicionada pela necessidade de redução do nível de endividamento das sociedades não financeiras que, por comparação com outros países da área do euro, permanece muito elevado. Por seu turno, o investimento residencial deverá voltar a apresentar uma redução significativa em 2014, embora de menor magnitude que a observada no passado recente.

As exportações de bens e serviços em 2014 deverão apresentar um crescimento médio anual de 3,7 por cento, após um baixo crescimento no primeiro semestre do ano, em parte associado a fatores de natureza temporária. Refira-se a este respeito a redução acentuada das exportações de bens energéticos associada à paragem técnica de uma unidade de refinação. Para o segundo semestre do ano antecipa-se uma recuperação das exportações de bens e serviços, com um crescimento superior ao da procura externa dirigida à economia portuguesa. Importa destacar o crescimento muito acentuado da componente de serviços em 2014, em particular no que respeita à exportação de serviços de turismo. Em termos médios anuais é esperada uma relativa estabilidade da quota de mercado das exportações de bens e serviços em 2014, após os ganhos significativos observados nos últimos anos.

A evolução projetada para as importações traduz a elasticidade habitual desta componente face à evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados, o que implica a continuação ao longo do segundo semestre de um ligeiro aumento da penetração de importações.

A projeção para o segundo semestre implica um aumento do contributo bruto da procura interna para o crescimento do PIB em 2014, que se

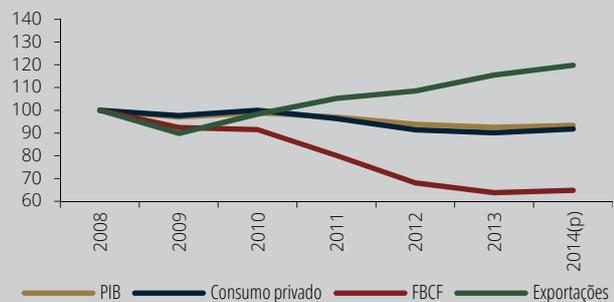
Gráfico 1 • PIB – Taxa de variação em cadeia semestral | Em percentagem



Fontes: INE, Banco Central Europeu e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 2 • Evolução do PIB e das componentes da despesa | Índice 2008 = 100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

deverá situar em 1,9 p.p. (contributo líquido do conteúdo importado de 0,3 p.p.). O contributo bruto das exportações para o crescimento do PIB deverá diminuir para 1,5 p.p. (contributo líquido do conteúdo importado de 0,6 p.p.). A recomposição do PIB verificada no período mais recente deverá manter-se em 2014 com a continuação da transferência de recursos produtivos de setores não transacionáveis para setores transacionáveis.

Estabilização da capacidade de financiamento da economia

As projeções descritas anteriormente são consistentes com a continuação do processo de ajustamento do desequilíbrio externo da economia portuguesa. De facto, projeta-se um saldo conjunto da balança corrente e de capital positivo em 2014, de 2,2 por cento do PIB. A projeção tem subjacente uma melhoria das contas externas ao longo do segundo semestre, refletindo, em larga medida, a evolução da balança de bens e serviços, em particular a recuperação das exportações.

Estabilização dos preços em 2014

Os preços no consumidor deverão estabilizar em 2014, após terem registado um crescimento de 0,4 por cento em 2013. A manutenção de pressões inflacionistas internas e externas muito reduzidas, num quadro de recuperação moderada da economia mundial e de continuação do processo de ajustamento da economia portuguesa, deverá determinar um crescimento marginal dos preços dos bens e serviços não energéticos em 2014. A componente energética do IHPC deverá apresentar uma redução de 0,7 por cento em termos médios anuais, refletindo sobretudo a evolução do preço do petróleo em euros.

Após um diferencial negativo de 0,9 p.p. face à área do euro em 2013, a projeção da inflação para Portugal tem implícita uma ligeira redução deste diferencial em 2014. Sublinhe-se que, no

contexto de uma união monetária, é de esperar que os países em ajustamento estrutural apresentem taxas de inflação inferiores à média dos restantes membros, o que implica ganhos em termos de competitividade-preço desses países.

Revisão em baixa da projeção para a atividade e para a inflação face ao *Boletim Económico* de junho de 2014

A projeção para 2014 apresenta uma revisão em baixa da atividade económica de 0,2 p.p. face ao publicado no *Boletim Económico* de junho deste ano. Esta revisão é explicada pela evolução esperada no segundo semestre do ano, uma vez que, em termos médios, a atividade económica da primeira metade do ano revelou-se em linha com o antecipado no anterior *Boletim Económico*.

Para o segundo semestre do ano, antecipa-se uma penetração ligeiramente superior das importações, refletindo em parte os dados mais recentes do comércio externo, e um crescimento inferior do consumo público na sequência da incorporação da informação mais recente disponível. A procura interna privada foi revista ligeiramente em alta, refletindo a revisão do rendimento disponível resultante da reversão de algumas medidas de consolidação orçamental decorrentes de decisões do Tribunal Constitucional (Caixa "Hipóteses do exercício de projeção"). Por seu turno, a projeção para a inflação foi revista em -0,2 p.p., traduzindo a incorporação dos valores mais recentes do IHPC, que se revelaram inferiores aos antecipados no *Boletim Económico* de junho.

Riscos descendentes para a atividade económica e para a inflação

A projeção contempla riscos descendentes para a atividade económica, associados quer a riscos externos quer a riscos internos. A nível externo, existe um risco associado à possibilidade de uma recuperação mais moderada da atividade

de económica na área do euro, refletindo um maior impacto das atuais tensões geopolíticas e um dinamismo da atividade nas maiores economias da área inferior ao anteriormente previsto. A concretização de um risco descendente para a atividade na área do euro resultaria num menor crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa no segundo semestre de 2014, com efeitos negativos ao nível das exportações e do investimento. A nível interno,

são identificados riscos descendentes sobre a economia real associados ao eventual impacto sobre as decisões dos agentes económicos proveniente dos desenvolvimentos recentes no sistema financeiro. Em sentido contrário, importa referir o eventual impacto positivo das reformas estruturais sobre a atividade económica. Em termos globais, estes riscos sobre a atividade económica traduzem-se simultaneamente em riscos descendentes para a inflação.

Caixa: 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 2014, e traduzem uma aceleração do comércio a nível global em 2014, embora com um crescimento inferior ao registado antes da crise financeira. Neste contexto, a procura externa dirigida à economia portuguesa deverá apresentar uma recuperação ao longo de 2014, estimando-se um crescimento médio anual de 3,9 por cento (Quadro 1).

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, em torno de 0,2 por cento. As hipóteses para as taxas de juro de longo prazo da dívida portuguesa baseiam-se numa estimativa para a taxa implícita na dívida pública.

As hipóteses para as taxas de câmbio pressupõem uma manutenção nos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. 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.

As hipóteses para o enquadramento internacional não apresentam, assim, revisões significativas face às consideradas no anterior exercício de projeção publicado no Boletim Económico de junho de 2014.

As hipóteses assumidas para a evolução das variáveis relativas às finanças públicas em 2014 refletem as decisões do Tribunal Constitucional², a informação sobre a execução orçamental e o relatório da segunda alteração ao Orçamento do Estado para 2014.

A atual estimativa para o consumo público em termos reais aponta para uma diminuição de 0,7 por cento em 2014. De notar, contudo, que esta evolução se encontra influenciada pelo aumento do horário normal de trabalho na função pública, que entrou em vigor no final de 2013. Relativamente ao investimento público, mantém-se a hipótese apresentada anteriormente, em que se previa um crescimento moderado desta componente em 2014.

Face à anterior projeção, o consumo público em termos reais foi revisto em baixa, em resultado de uma redução mais significativa no número de funcionários das administrações públicas e da poupança associada à renegociação dos contratos de parcerias público-privadas. Em sentido oposto, a atual projeção incorpora uma evolução da despesa no setor da saúde superior à inicialmente prevista. De salientar que o deflator do consumo público foi revisto em alta devido, essencialmente, à redução bastante menos acentuada dos vencimentos dos trabalhadores das administrações públicas, na sequência da decisão do Tribunal Constitucional relativa ao corte salarial em vigor em 2014. De destacar, por último, o aumento das transferências para as famílias em resultado, em particular, da eliminação do corte das pensões de sobrevivência previsto no orçamento inicial.

Quadro 1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE outubro 2014		BE junho 2014
		2013	2014	2014
Procura externa	tva	1,6	3,9	3,5
Taxa de juro				
Curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	0,2	0,2	0,3
Implícita da dívida pública	%	4,0	4,0	3,5
Taxa de câmbio do euro				
Índice de taxa de câmbio efetiva (1999T1 = 100)	vma	101,6	103,0	104,2
Euro-dólar	vma	1,3	1,4	1,4
Preço do petróleo				
Em dólares	vma	108,8	107,4	107,2
Em euros	vma	82,0	79,2	77,7

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.

Notas

1. Ver *Boletim Mensal* de setembro de 2014 do Banco Central Europeu.
2. As decisões do Tribunal Constitucional relevantes neste contexto são as resultantes do Acórdão n.º 413, de 30 de maio, e do Acórdão n.º 574, de 14 de agosto.





ARTIGOS

Afetação de recursos, produtividade e crescimento em Portugal

As propriedades cíclicas do mercado laboral Português: uma perspetiva macroeconómica no contexto da OCDE

Uma análise do mercado do medicamento em Portugal

Reformas estruturais na área do euro

Afetação de recursos, produtividade e crescimento em Portugal¹

Daniel A. Dias² | Carlos Robalo Marques³ | Christine Richmond⁴

RESUMO

No período 1996 a 2011 ocorreu uma acentuada deterioração na afetação dos recursos nas empresas portuguesas, o que contribuiu significativamente para o decréscimo de produtividade e estagnação económica verificados a partir de 2001. De acordo com as nossas estimativas, esta deterioração na afetação de recursos poderá ter reduzido o crescimento do PIB em 1,3 pontos percentuais, em termos médios anuais,

durante o período 1996-2011. Esta deterioração na afetação dos recursos, embora seja um fenómeno relativamente generalizado em termos setoriais, foi muito mais elevada nos serviços do que na indústria. As distorções de capital aparecem como as principais responsáveis pela deterioração na afetação de recursos, especialmente nos serviços, e com uma importância relativa crescente ao longo do tempo.

Introdução

Em princípio seria de esperar que uma maior integração financeira, potenciada pela área do euro, levasse a uma afetação mais eficiente dos recursos, facilitasse a partilha de risco e contribuísse para um maior crescimento económico. Todavia, aparentemente, esta maior integração financeira não se traduziu num maior crescimento da produtividade, pelo menos para alguns países do sul ou periferia da Europa, os quais entraram num período de estagnação ou mesmo de perda de produtividade, apesar do grande influxo de capitais que teve lugar durante a década que precedeu o início da crise da área do euro, em 2009. De facto, de acordo com o gráfico 1 a produtividade total dos fatores (PTF) em países como a Espanha, Grécia, Itália, Irlanda e Portugal estagnou, ou decresceu, no período que vai sensivelmente desde o início dos anos 2000 até pelo menos 2009⁵. O comportamento da PTF nestes 5 países contrasta com o que aconteceu noutros países da área do euro como a Alemanha, França, Finlândia e Holanda onde a produtividade cresceu neste período.

Este artigo procura responder à questão de saber se alterações ao longo do tempo na correta afetação de recursos podem ter contribuído para um declínio significativo da produtividade e, deste modo, para um desempenho económico mais fraco em Portugal. Para responder a esta questão é investigada a evolução da afetação de recursos na economia portuguesa ao longo do período 1996-2011, usando dados ao nível da empresa. Em nossa opinião, Portugal é um caso interessante para ser estudado, pois recebeu uma quantidade substancial de recursos financeiros vindos do exterior, de fontes privadas ou oficiais, especialmente a partir do meio da década de noventa, e este facto levanta a questão de saber se estes recursos foram alocados de acordo com critérios de eficiência.

Recentemente, Reis (2013), ao procurar encontrar as razões para a estagnação da economia portuguesa nos anos 2000, argumenta que certas características do setor financeiro português fizeram com que os influxos de capital tivessem sido essencialmente mal alocados, levando a uma expansão do setor menos produtivo dos bens não transacionáveis e, deste modo, a uma quebra na produtividade. Este facto explicaria, na opinião deste autor, por que razão Portugal é um caso único no sentido em que foi o único país onde a produção (PIB) estagnou, enquanto a Grécia, Irlanda e Espanha beneficiaram simultaneamente de um período de forte crescimento. O presente artigo também investiga a afetação de recursos mas distingue-se da contribuição de Reis (2013) em alguns pontos importantes. Enquanto Reis (2013) analisa a afetação de recursos numa perspetiva intersetorial, este artigo utiliza dados do balanço das empresas para quantificar a importância

da deficiente afetação de recursos dentro de cada setor, definido a um nível muito desagregado, bem como as suas implicações para o crescimento potencial da PTF e do PIB em Portugal. Adicionalmente, a abordagem metodológica seguida neste artigo permite identificar separadamente a importância relativa das distorções presentes na economia, bem como o seu contributo para um menor crescimento da PTF e do PIB, incluindo não só as distorções que afetam o preço do capital, mas também as que afetam o preço do trabalho ou diretamente o nível da produção.

A metodologia utilizada

A metodologia utilizada neste artigo tem por base a contribuição de Hsieh e Klenow (2009, 2011), mas generalizada por forma a considerar os consumos intermédios como um terceiro fator de produção, para além do capital e do trabalho. Esta generalização permite avaliar as consequências da deficiente afetação de recursos não só ao nível do valor bruto da produção (VBP), mas também do valor acrescentado (VAB). Esta abordagem tem a vantagem de os ganhos de eficiência em termos de VAB serem consistentes com uma afetação também eficiente dos consumos intermédios, o que não sucede na abordagem que considera diretamente o VAB e apenas os dois fatores de produção, capital e trabalho.

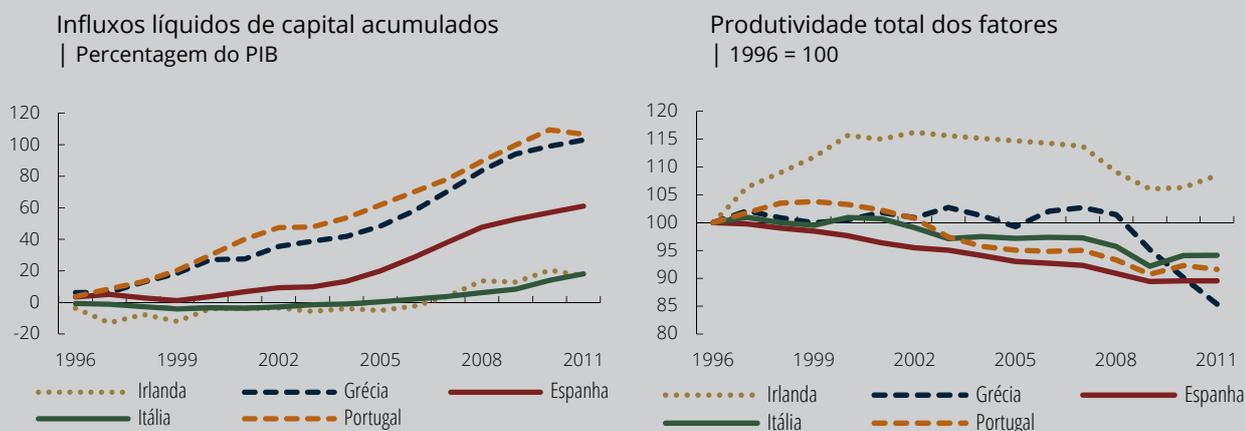
Uma primeira hipótese do modelo é que dentro de cada setor existe concorrência monopolística e a função de produção é igual para todas as empresas do setor. Em particular, a produção de uma empresa genérica i , de um dado setor S , é descrita pela seguinte função Cobb-Douglas com rendimentos constantes à escala:

$$(1) \quad Y_{si} = A_{si} K_{si}^{\alpha_s} H_{si}^{\beta_s} Q_{si}^{1-\alpha_s-\beta_s}$$

onde Y_{si} , A_{si} , K_{si} , H_{si} e Q_{si} representam a produção, a PTF, o *stock* de capital, a quantidade de trabalho e os consumos intermédios, respetivamente. Os parâmetros α_s e β_s representam as elasticidades do capital e do trabalho em relação à produção.

Uma segunda hipótese importante é a da existência de distorções na economia, cuja importância pode variar de empresa para empresa, e podem atuar sobre os preços dos fatores de produção

Gráfico 1 • Entradas líquidas de capital e produtividade total dos fatores



Fonte: FMI, *Working Paper 13/183*.

Fonte: Conference Board Total Economy Database.

ou influenciar diretamente a quantidade produzida pela empresa. Em particular, assume-se a existência de três distorções que, para efeitos do presente artigo, serão designadas por distorção de produção, distorção de capital e distorção de trabalho. Tais distorções assumem a forma de um imposto sobre os rendimentos da empresa, de um imposto sobre o preço do capital e de um imposto sobre o preço do trabalho, respetivamente.

Vejamos alguns exemplos de distorções a que as empresas de um determinado setor poderão estar sujeitas. Num sistema bancário não concorrencial, alguns bancos poderão oferecer crédito a taxas de juro favoráveis a algumas empresas, baseados em fatores não económicos, ou recusar crédito a empresas que, sendo muito eficientes, não tenham ainda uma história de crédito ou garantias suficientes, impedindo desta forma que tais empresas cresçam. Pelo contrário, certas empresas de pequena ou média dimensão poderão ter acesso a crédito mais barato devido a linhas especiais de crédito. Os governos podem decidir oferecer subsídios ou regimes de impostos especiais ou contratos lucrativos a certas empresas. As atividades de inspeção de impostos poderão incidir mais fortemente sobre as empresas grandes e potencialmente mais produtivas, o que na prática significará um subsídio às empresas pequenas e potencialmente menos produtivas. Certa legislação laboral, como por exemplo a que obriga à criação de centros de cuidados de saúde internos em empresas de certa dimensão poderá implicar um maior custo do trabalho em empresas grandes. Pelo contrário, subsídios à contratação em empresas pequenas poderão significar uma redução do custo da mão-de-obra, nestas empresas.

Do objetivo de maximização do lucro, dadas as hipóteses descritas acima, é possível obter a expressão da chamada produtividade-rendimento total dos fatores para a firma i do setor S ($PTFR_{si}$):

$$(2) \quad PTFR_{si} = B_s \frac{(1 + \tau_{k_{si}})^{\alpha_s} (1 + \tau_{h_{si}})^{\beta_s}}{(1 - \tau_{y_{si}})}$$

onde $\tau_{y_{si}}$, $\tau_{k_{si}}$ e $\tau_{h_{si}}$ representam as distorções de produção, capital e trabalho, respetivamente e B_s é uma constante igual para todas as empresas do setor S (função dos preços dos fatores de produção e de outros parâmetros do modelo).

As distorções de produção, capital e trabalho são identificadas no modelo comparando o peso dos custos dos fatores na empresa com o peso médio desses custos no respetivo setor. Por exemplo, concluímos pela presença de uma distorção de capital numa dada empresa se o custo dos consumos intermédios relativo ao custo do capital nessa empresa for superior ao respetivo custo médio no setor.

O resultado da equação (2) é muito importante pois mostra que no contexto do modelo a PTFR, que por definição corresponde ao produto do preço da produção pela PTF, não varia de empresa para empresa dentro do mesmo setor, a menos que as empresas enfrentem algum tipo de distorção. Intuitivamente, esta equação diz-nos que, na ausência de distorções, mais capital, trabalho e consumos intermédios seriam alocados às empresas mais produtivas (com maior PTF) até ao ponto em que o maior volume de produção dessas empresas resultasse num preço menor, implicando uma PTFR igual para todas as empresas do setor. Pelo contrário, na presença de distorções uma alta (baixa) PTFR é sinal que a empresa enfrenta barreiras (beneficia de subsídios) que fazem com que esta produza abaixo (acima) do nível ótimo.

Pensemos então no exercício que consiste em admitir que as distorções num dado setor são eliminadas por forma a que PTFR passe a ser igual para todas as empresas desse setor. Uma questão que se coloca é a de que, de acordo com a equação (2), existem várias soluções alternativas para esta PTFR, as quais variam de acordo com as hipóteses que fazamos para os valores a assumir pelas distorções $\tau_{y_{si}}$, $\tau_{k_{si}}$ e $\tau_{h_{si}}$. Uma possibilidade consistiria em usar a PTFR que resultaria se

todas as distorções fossem nulas ($\tau_{y_{si}} = \tau_{k_{si}} = \tau_{h_{si}} = 0$). Contudo, esta hipótese não garantiria que, em equilíbrio, a procura de fatores ao nível do setor fosse exatamente a mesma antes e após a reafetação dos recursos que se seguiria à eliminação das distorções. Este facto teria implicações de equilíbrio geral levando a alterações nos preços dos fatores de produção. Para evitar que isto aconteça, vamos considerar o exercício em que a PTFR, comum a todas as empresas do setor, é definida como sendo a que resulta quando todas as empresas enfrentam as mesmas distorções médias τ_{k_s} , τ_{h_s} e τ_{y_s} , e estas são definidas sujeitas à restrição de que a procura total de fatores de produção, a nível setorial, é a mesma antes e após a reafetação de recursos. Deste modo, o nosso exercício hipotético implica apenas uma reafetação dos recursos já disponíveis no setor em direção às empresas mais produtivas e anteriormente sujeitas a distorções superiores à média do setor. À PTFR, comum a todas as empresas do setor, que se obtém sob estas condições, chamaremos PTFR eficiente do setor S , e será representada por $PTFR_s^*$.

Obtida a expressão para a $PTFR_s^*$ é possível calcular o valor da produção setorial que se obteria na ausência de distorções, ou seja o nível de produção eficiente. Comparando o nível de produção eficiente com o nível de produção efetivamente observado, podemos calcular os ganhos de produção (VBP) que se obteriam não só a nível setorial, mas também a nível agregado da economia.

Como o exercício fixa o total dos recursos e calcula o acréscimo de produção resultante da simples reafetação dos fatores de produção entre as empresas do setor, segue-se que o ganho potencial de VBP (em termos reais) coincide com o ganho potencial em termos de produtividade (PTF).

Obtidos os ganhos de VBP em termos setoriais, a obtenção dos ganhos em termos de VAB setoriais é imediata, pois o VAB é, por definição, a diferença entre o VBP e os consumos intermédios, e estes, como vimos, são, por hipótese, constantes a nível setorial. Agregando os ganhos setoriais obtêm-se os ganhos para o total da economia.

O exercício que se segue admite que é ótimo eliminar todas as distorções identificadas no contexto do modelo. Pode, todavia, argumentar-se que existem distorções que não podem ou não devem ser totalmente eliminadas numa situação ótima. Por exemplo, pode pensar-se numa situação em que, no ótimo, o custo do capital (taxa de juro) difira de empresa para empresa de acordo com critérios de risco. Por outro lado, convém ter presente que as distorções, identificadas no exercício, incluem também os efeitos de fricções que afetem de forma diferente as empresas do setor, como os efeitos de custos de ajustamento de fatores ou de racionamento devido a restrições de quantidade. Tudo somado, pode argumentar-se que a hipótese de eliminação total das distorções, assumida neste exercício, poderá conduzir a ganhos de eficiência mais elevados do que aqueles que resultariam da eliminação apenas das distorções provocadas por políticas discricionárias.

Principais resultados

Vejamos então quais os ganhos de eficiência, em termos de VBP e de VAB, que se obtêm quando, hipoteticamente, se eliminam as distorções da economia, nos termos acabados de discutir. Interessa referir que os cálculos dos ganhos setoriais são feitos a um nível bastante desagregado, sendo o setor definido ao nível dos 3 dígitos da Classificação das Atividades Económicas (CAE). Globalmente, esta classificação implica a existência de 212 setores distintos (115 da indústria, 9 da agricultura (incluindo indústrias extrativas) e 88 dos serviços (incluindo construção, produção e distribuição de eletricidade e serviços de distribuição de água))⁶.

Os resultados para período 1996-2011 encontram-se no quadro 1 e permitem algumas conclusões importantes. Primeiro, os ganhos potenciais resultantes da eliminação das distorções na economia portuguesa aparecem como bastante modestos em termos de produção (VBP), mas

muito significativos quando avaliados em termos de VAB. Por exemplo, os ganhos em termos de VBP para o total da economia em 2011 são apenas 28 por cento, mas correspondem a ganhos de 79 por cento em termos de VAB. A diferença resulta de os ganhos em termos de produção serem obtidos sob a hipótese de consumos intermédios constantes a nível setorial. Nesta situação, mesmo ganhos pequenos em termos de produção poderão dar origem a ganhos significativos em termos de valor acrescentado. Este será especialmente o caso dos setores onde os consumos intermédios representam uma elevada proporção do valor da produção. Os resultados para Portugal, na parte em que são comparáveis, não diferem significativamente dos obtidos para países como os EUA e França⁷.

Quadro 1 • Ganhos de eficiência resultantes da reafetação ótima dos recursos dentro de cada setor

Ganhos de VBP				
Anos	Total da economia	Agricultura	Indústria	Serviços
1996	16,91	24,84	11,21	24,42
1999	17,41	17,78	10,70	24,95
2004	23,69	19,26	12,37	32,27
2008	28,86	17,02	13,24	39,26
2011	28,03	31,29	13,66	38,44

Ganhos de VAB				
Anos	Total da economia	Agricultura	Indústria	Serviços
1996	48,00	57,11	37,49	58,17
1999	48,15	38,62	35,34	58,63
2004	63,25	45,47	40,49	76,49
2008	78,94	40,61	47,86	93,93
2011	79,01	81,82	53,53	91,51

Nota: Os valores do quadro representam o aumento em percentagem do VBP ou do VAB que ocorreria se fossem eliminadas as distorções na economia, nos termos definidos na secção anterior.

Uma segunda conclusão importante é o de que os ganhos maiores ocorrem no setor dos serviços. Em termos de valor acrescentado, os ganhos de eficiência potenciais neste setor representam 92 por cento em 2011, quase o dobro dos ganhos na indústria. Por outras palavras, estes resultados mostram que a afetação dos recursos disponíveis é muito menos eficiente nos serviços do que na indústria. Um menor grau de concorrência no setor dos serviços em relação à indústria poderá ajudar a explicar este resultado. Os serviços são, em geral, não transacionáveis e muitas vezes protegidos por regulamentação específica. Além disso, variáveis como a localização assumem um papel mais importante nos serviços do que na indústria. Uma deficiente afetação dos recursos é sintoma de falta de concorrência pelos recursos disponíveis, ou seja, sinal de que algumas políticas, falhas de mercado ou vantagens de localização favorecem certas empresas em detrimento de outras, por razões que não têm a ver com a sua eficiência relativa.

Uma terceira conclusão importante, que se obtém a partir do quadro 1 e do gráfico 2, é que os ganhos potenciais de eficiência para o total da economia cresceram de forma significativa durante o período amostral, o que significa que houve, ao longo do tempo, uma deterioração acentuada na forma como os recursos foram aplicados dentro dos vários setores da economia. Entre 1996 e 2011 os ganhos hipotéticos de eficiência em termos de produção aumentaram de 17 por cento para 28 por cento, enquanto os ganhos em termos de valor acrescentado aumentaram de

48 por cento para 79 por cento. Ou seja, a deterioração na afetação de recursos, durante o período amostral, implicou perdas acumuladas de 9,5 por cento em termos de VBP (1,28/1,17-1) e de 21 por cento em termos de VAB. Isto significa que a deterioração na afetação de recursos na economia portuguesa poderá ter retirado, em média, 0,6 pontos percentuais (pp) ao crescimento anual da produção, ou 1,3 p.p. ao crescimento anual do PIB (ou VAB) em termos reais no período 1996-2011. Estes números são muito significativos pois, durante este período, o PIB da economia portuguesa cresceu apenas 25,2 por cento (1,5 por cento, em média, por ano).

O quadro 1 e o gráfico 2 mostram também que o setor dos serviços é o principal responsável por este resultado. De facto, não só a importância dos ganhos de reafetação de recursos aumentou mais rapidamente neste setor do que na indústria ou agricultura, refletindo uma deterioração crescente na afetação dos recursos nos serviços, mas também a importância dos serviços na economia aumentou de forma significativa neste período.

Uma análise mais detalhada a nível setorial permite concluir que a deterioração da afetação de recursos ao longo do tempo, sendo embora um fenómeno presente em muitos setores de atividade, tem a sua importância fortemente concentrada num número restrito de setores dos serviços. A contribuição dos cinco principais setores corresponde a 72 por cento do total da deterioração na afetação dos fatores ocorrida entre 1996 e 2011. O setor da “construção” (edifícios e estradas) aparece como o mais importante, seguido pelos setores dos “transportes terrestres”, “atividades auxiliares de transporte”, “atividades jurídicas, de contabilidade e auditoria, consultoria fiscal e estudos de mercado” e “comércio por grosso de produtos alimentares, bebidas e tabaco”. Por sua vez, os setores com melhor desempenho, no sentido em que contribuíram para uma redução da deterioração na afetação de recursos, incluem, por ordem decrescente de contribuição, a “produção, transporte e distribuição de eletricidade”, “aluguer de veículos automóveis”, “publicidade”, “indústria de bebidas alcoólicas e não alcoólicas” e “comércio por grosso de bens intermédios”.

Os resultados apresentados no quadro 1 estão condicionados por hipóteses sobre o valor de certos parâmetros do modelo, pela forma como é medido o fator trabalho, bem como pelo facto de a amostra utilizada não incluir empresas com menos de 20 trabalhadores. Todavia, alguns exercícios de robustez efetuados mostraram que os valores apresentados naquele quadro podem ser vistos como representando uma estimativa conservadora não só no que se refere ao nível dos ganhos de eficiência, mas também às consequências negativas para o crescimento da

Gráfico 2 •
Ganhos de
eficiência em
termos de VAB



produtividade e do PIB em Portugal. Em particular, quando se incluem na amostra as empresas com menos de 20 trabalhadores, as quais têm uma papel muito importante na economia portuguesa, conclui-se que os ganhos de eficiência são significativamente mais altos do que no caso apresentado no quadro 1 e que este aumento é explicado sobretudo pelo setor dos serviços, onde os ganhos em termos de VAB, em 2011, são aproximadamente o dobro dos apresentados no quadro 1. Globalmente, estes resultados mostram que uma parte muito significativa dos problemas de eficiência na aplicação dos recursos está concentrada nas pequenas empresas do setor dos serviços, e que a gravidade destes problemas aumentou ao longo do tempo, implicando perdas significativas de produtividade e de valor acrescentado na economia portuguesa.

A importância de cada distorção

A forma como as distorções variam entre as diferentes empresas bem como a importância relativa de cada uma são dois aspetos importantes que ajudam a caracterizar a origem da deficiente afetação de recursos.

Existem razões para esperar que a importância de cada distorção varie com a dimensão da empresa. Por exemplo, se as distorções são devidas a políticas que favorecem empresas pequenas pela redução do custo do capital (através de linhas especiais de crédito) ou do custo do trabalho (através de regulamentação especial do trabalho que faz baixar os custos salariais nestas empresas), será de esperar que os retornos por aumentos de capital e trabalho sejam menores nas empresas pequenas. Pelo contrário, se a deficiente afetação de recursos é devida a falhas nos mercados financeiros, que favorecem as grandes empresas, será de esperar a presença na economia de muitas empresas pequenas que não crescem por dificuldade de acesso ao crédito. Por seu turno, se a atividade de fiscalização de impostos incidir mais sobre as empresas maiores e mais produtivas isso significa um subsídio às empresas pequenas e potencialmente menos produtivas. Deste modo, uma forma de identificar as fontes de distorções passa por investigar as relações entre o grau de eficiência na afetação de recursos e a dimensão das empresas.

O gráfico 3 ilustra a relação entre a dimensão das empresas (medida pelo logaritmo do valor da produção) e a sua PTFR normalizada⁸. A partir deste gráfico observa-se que para o total da economia (painel superior) a PTFR aumenta com a dimensão (de forma não monótona) sugerindo que, em média, as empresas pequenas e de média dimensão (empresas para as quais a PTFR normalizada é negativa) são afetadas por menores distorções. Este padrão, para o total da economia, reflete em grande parte o comportamento do setor dos serviços (painel inferior) onde é claro que as pequenas e médias empresas são menos afetadas por distorções do que as empresas grandes. A situação na indústria é diferente: a PTFR aumenta com a dimensão para empresas pequenas, mas surge essencialmente não correlacionada com o valor da produção para as empresas grandes e muito grandes.

Com a vista a identificar o tipo de distorção mais importante em cada caso, podemos recorrer à decomposição da PTFR. É possível demonstrar que a PTFR normalizada, para as empresas de um dado setor S , se pode decompor na seguinte forma:

$$(3) \quad \ln \left(\frac{PTFR_{si}}{PTFR_s^*} \right) = \alpha_s \ln \left(\frac{1 + \tau_{k_{si}}}{1 + \tau_{k_s}} \right) + \beta_s \ln \left(\frac{1 + \tau_{h_{si}}}{1 + \tau_{h_s}} \right) - \ln \left(\frac{1 - \tau_{y_{si}}}{1 - \tau_{y_s}} \right)$$

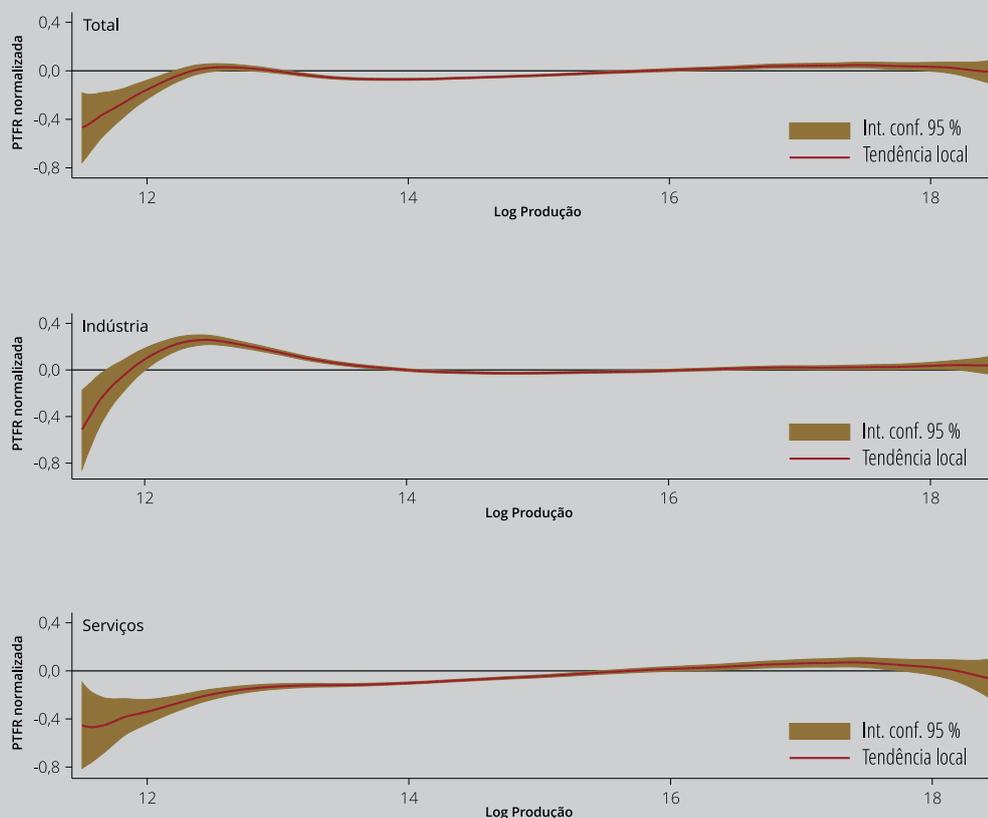
onde $\bar{\tau}_{k_s}$, $\bar{\tau}_{h_s}$ e $\bar{\tau}_{y_s}$ representam as distorções médias no setor S que se verificarão numa situação de afetação eficiente dos recursos (e que são comuns a todas as empresas do setor). Ou seja, a equação (3) permite-nos decompor a PTFR normalizada na forma de uma soma ponderada das distorções normalizadas de capital, trabalho e produção.

A partir dos gráficos 4 e 5, que apresentam as relações entre cada distorção individual e a dimensão das empresas para a indústria e serviços em 2011, vemos que as três distorções normalizadas aumentam com a dimensão, sugerindo que, em média, as empresas pequenas e de média dimensão beneficiam de menores custos de capital e trabalho, mas tendem a enfrentar maiores distorções de produção⁹.

Ao contrário do que se poderia esperar, na economia portuguesa as distorções de capital não parecem afetar mais as pequenas ou médias empresas do que as grandes empresas. Além disso, as pequenas e médias empresas aparecem também como beneficiando de custos de trabalho mais baixos. O facto de tais empresas aparecerem como beneficiando de menores custos de capital e trabalho, tanto na indústria como nos serviços, está em linha com a ideia de que em Portugal as pequenas e médias empresas têm beneficiado de leis passadas pelos sucessivos Governos que direta ou indiretamente reduzem os custos do capital e do trabalho, neste tipo de empresas¹⁰.

Analise agora a importância relativa de cada distorção. O quadro 2 apresenta os ganhos de eficiência em termos de VAB que se obtêm quando se elimina uma distorção de cada vez, i.e., se elimina a variação numa distorção e se fixa a quantidade dos outros dois fatores de produção. As distorções de capital surgem como as mais importantes e com importância crescente ao longo do tempo. A sua eliminação implica ganhos de valor acrescentado para o total da economia de 18 por cento em 1996, 25 por cento em 2004 e 32 por cento em 2011. Os valores correspondentes para as distorções de trabalho, que surgem como as segundas mais importantes, são 12, 15 e 17 por cento, respetivamente. Este quadro geral altera-se, todavia, quando analisamos

Gráfico 3 •
PTFR e dimensão
das empresas
(2011)



a desagregação setorial. Na indústria, as distorções da capital e trabalho têm aproximadamente a mesma importância, enquanto no setor dos serviços, as distorções de capital têm um impacto que é sensivelmente o dobro do das distorções de trabalho.

Quadro 2 • Importância relativa das distorções (em termos de VAB)

	1996			2004			2011		
	Total	Ind.	Serv.	Total	Ind.	Serv.	Total	Ind.	Serv.
Distorção do capital	18,35	13,77	22,62	25,31	13,47	31,70	32,08	19,27	37,64
Distorção do trabalho	12,43	12,10	12,60	15,01	13,40	15,94	16,81	17,11	16,78
Distorção da produção	8,68	7,84	9,42	8,58	10,50	7,65	9,39	11,50	8,56
Total	48,00	37,49	58,17	63,25	40,49	76,49	79,01	53,53	91,51

Notas: Os valores do quadro são os ganhos que se obtêm por eliminação da variação em cada distorção individualmente, ao mesmo tempo que se fixa a quantidade dos outros dois fatores de produção. Os valores para o total correspondem aos ganhos que se obtêm por eliminação simultânea das três distorções e são reproduzidos do quadro 1.

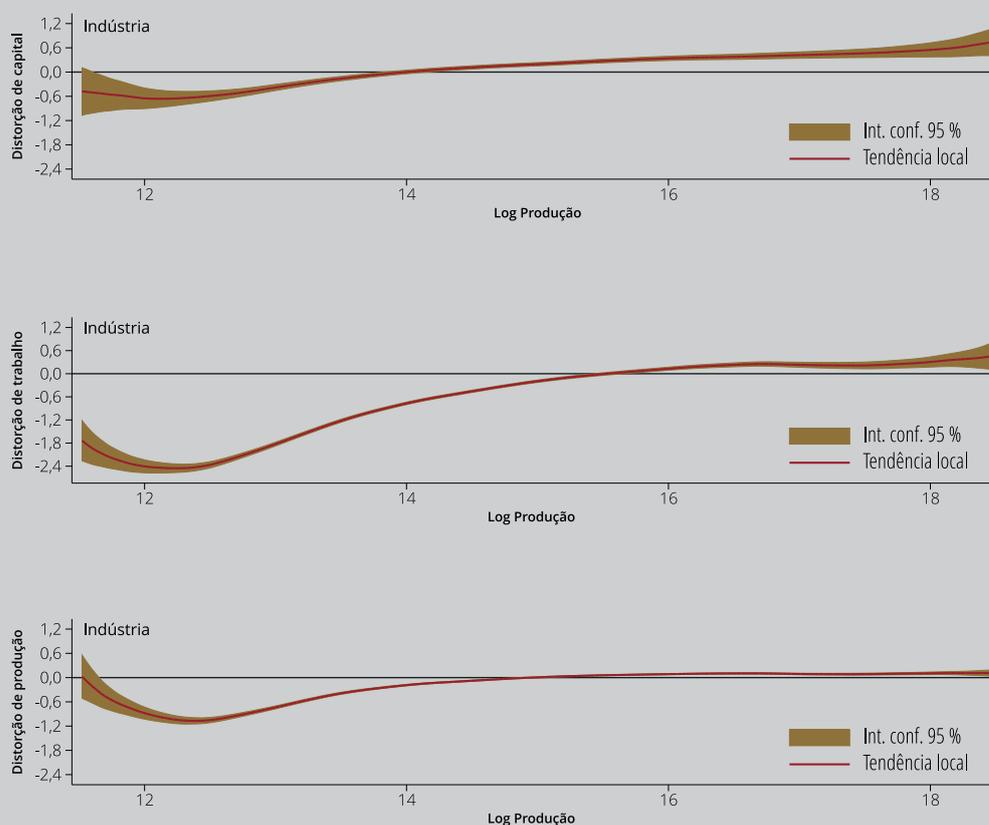


Gráfico 4 • Indústria: relação entre distorções e dimensão das empresas (2011)

Conclusões

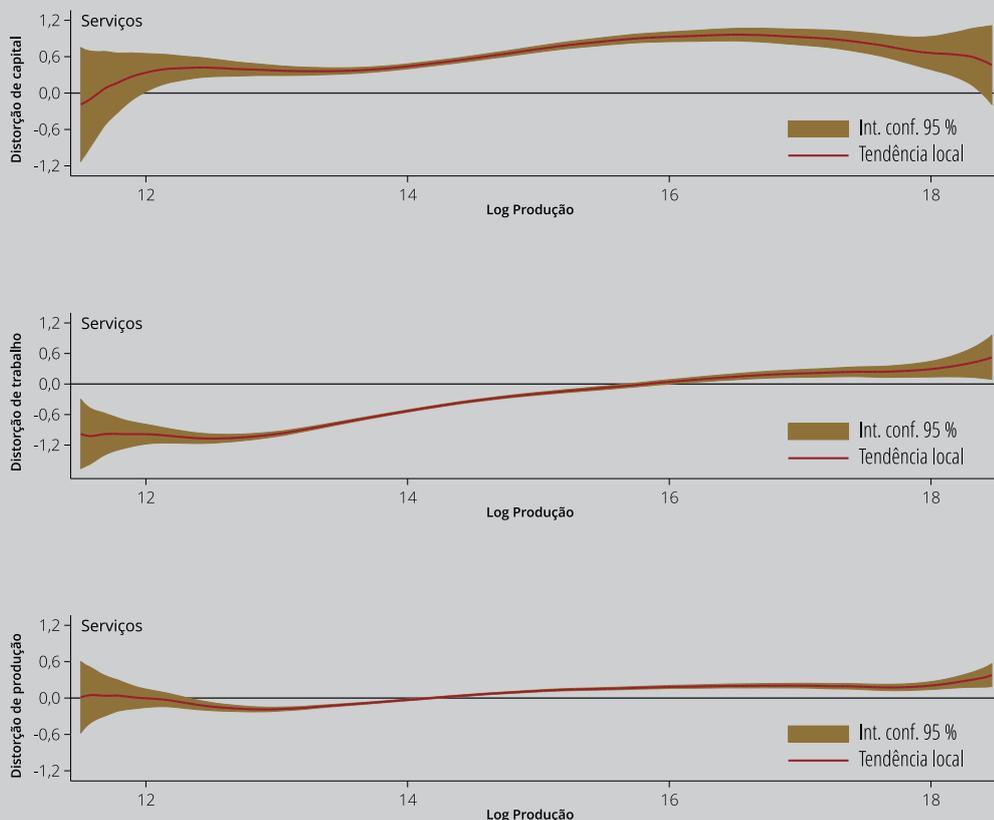
Este artigo utiliza dados de balanço das empresas portuguesas para investigar se uma deterioração na afetação de recursos pode ter contribuído para o decréscimo da produtividade e estagnação económica ocorridas em Portugal no período mais recente.

De acordo com os dados disponíveis, conclui-se que a importância da deficiente afetação de recursos em Portugal quase duplicou entre 1996 e 2011. Por outras palavras, se fossem eliminadas da economia as distorções que condicionam a atual afetação de recursos a reafetação dos recursos disponíveis, das empresas menos eficientes para as empresas mais eficientes, aumentaria o valor acrescentado da economia em 48 por cento em 1996 e em 79 por cento em 2011. Estes números implicam que a deterioração da afetação de recursos poderá ter reduzido a taxa média de crescimento anual do PIB em 1,3 pontos percentuais entre 1996 e 2011. Estes valores são muito significativos, pois o PIB em Portugal cresceu, neste período, apenas 1,5 por cento, em média, por ano. Estes resultados são essencialmente devidos ao setor dos serviços, onde a importância da deficiente afetação de recursos é muito superior, e aumentou de forma muito mais significativa do que na indústria.

A deterioração na afetação eficiente de recursos foi um fenómeno relativamente generalizado em termos setoriais, mas a importância do fenómeno varia muito de setor para setor, notando-se uma alta concentração nos serviços, onde apenas cinco setores são responsáveis por 72 por cento da deterioração total ocorrida no período.

As distorções sobre o capital surgem como mais importantes do que as distorções sobre o trabalho e a produção na explicação dos ganhos potenciais de eficiência, especialmente no setor dos

Gráfico 5 •
Serviços: relação
entre distorções
e dimensão das
empresas (2011)



serviços. A sua contribuição relativa para os ganhos totais também aumentou ao longo do tempo, tendo passado de 46 por cento em 1996 para 55 por cento em 2011.

As empresas mais pequenas surgem como tendo beneficiado, em média, de subsídios de capital e trabalho. Este resultado sugere que uma larga proporção de empresas poderá ter sobrevivido porque teve acesso a crédito e trabalho relativamente mais baratos, seja porque os sucessivos governos tenham criado leis que direta ou indiretamente reduzem os custos dos fatores para estas empresas, seja porque estas encontraram formas de contornar a aplicação de leis ou regulamentos que aumentam o custo efetivo dos fatores capital e trabalho. Ao mesmo tempo, estas empresas também enfrentaram, em média, maiores distorções de produção, mas, globalmente, os resultados mostram que se as distorções fossem eliminadas da economia a maior parte delas reduziria a sua produção, num contexto de uma afetação eficiente de recursos.

As razões que poderão explicar o aumento da deficiente afetação de recursos ao longo do tempo na economia portuguesa não são fáceis de identificar. O facto de uma parte importante desta deficiente afetação estar concentrada nas pequenas empresas, especialmente no setor dos serviços, conjuntamente com o facto de a importância de tais empresas ter aumentado ao longo do tempo (Braguinsky *et al.* (2011)) poderá ajudar a explicar o padrão temporal da má afetação de recursos. Além disso, a importância crescente das distorções de capital sugere também que o setor financeiro pode ter contribuído para a sobrevivência de muitas empresas pequenas, relativamente pouco eficientes. Este resultado é consistente com a mensagem em Reis (2013). Este autor argumenta que a afetação de recursos, essencialmente dirigida para o setor menos produtivo dos bens não transacionáveis (em grande parte serviços), devido às deficiências do setor financeiro, é a principal causa da estagnação do PIB em Portugal, nos anos 2000. Apesar destas explicações, acreditamos que mais investigação é necessária para compreender completamente as razões pelas quais a afetação de recursos se deteriorou de forma tão significativa em Portugal neste período.

O facto de, à semelhança de Portugal, a produtividade ter estagnado ou decrescido em vários países do sul e periferia da Europa, leva-nos a presumir que também nestes países possa ter ocorrido uma deterioração da afetação de recursos. Tal facto, precisará, todavia, de ser confirmado. Será também importante investigar como é que a crise financeira global afetou a afetação de fatores, em particular, se teve um efeito de redução ou aumento da eficiência na afetação dos mesmos, e se tais efeitos foram gerais ou assimétricos por setores. Estas são questões importantes que deixamos para investigação futura.

Referências

- Bellone, F. e Mallen-Pisano, J.**, 2013, "Is misallocation higher in France than in the United States?", *GREDEG Working Papers 2013-38*, Groupe de Recherche en Droit, Economie, Gestion (GREDEG CNRS), University of Nice-Sophia Antipolis.
- Braguinsky, S., Branstetter, L. G. e Regateiro, A.**, 2011, "The incredible shrinking Portuguese firm", *NBER Working Paper 17265*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Dias, D., Marques, C. R. e Richmond, C.**, 2014, "Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis", *Working Paper N.º 11*, Banco de Portugal.
- Hsieh, C.-T. e Klenow, P. J.**, 2009, "Misallocation and manufacturing TFP in China and India", *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1403-1448.
- Hsieh, C.-T. e Klenow, P. J.**, 2011, "Misallocation and manufacturing TFP in China and India: Correction appendix", Stanford University, Unpublished.
- Reis, R.**, 2013, "The Portuguese slump and crash and the euro crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, 46 (1, Spring), 143-210.

Notas

1. Este artigo constitui um resumo dos principais resultados apresentados em Dias *et al.* (2014). O leitor mais interessado poderá ver aqui o conjunto completo de resultados obtidos, bem como os modelos utilizados e respetivas derivações analíticas. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal, do Eurosistema ou do Fundo Monetário Internacional. Eventuais erros ou omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.
2. Department of Economics, University of Illinois at Urbana-Champaign e CEMAPRE.
3. Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.
4. Department of Agriculture and Consumer Economics, University of Illinois at Urbana-Champaign e Fundo Monetário Internacional.
5. A produtividade total dos fatores (PTF) pode definir-se como a quantidade de produto (ou valor acrescentado) que se obtém com uma unidade ponderada de todos os fatores de produção. Isto significa que o crescimento da PTF explica o crescimento do produto não causado por variações nas quantidades dos fatores de produção. Para a fórmula de cálculo da PTF usada no gráfico 1, ver <https://www.conference-board.org>.
6. Os dados originais são dados de balanço das empresas e foram obtidos do INE para o período 1996 a 2011. Os dados para o subperíodo 1996-2004 são retirados do Inquérito à Empresa Harmonizado (IEH), enquanto os dados para o subperíodo 2004-2011 são retirados do Sistema de Contas Integradas das Empresas (SCIE). Por forma a tornar comparáveis as duas fontes de dados, entre outros ajustamentos, excluíram-se do SCIE as empresas que tinham menos de 20 empregados no primeiro ano em que surgiam na amostra, porque tais empresas estão excluídas no IEH. Importa frisar, portanto, que os resultados que a seguir se apresentam para o período 1996-2011 são baseados numa amostra que não inclui as empresas com menos de 20 trabalhadores.
7. A evidência empírica sobre ganhos de eficiência para outros países, disponível na literatura, refere-se exclusivamente à indústria e foi obtida, na quase totalidade, usando um modelo de dois fatores de produção (capital e trabalho) diretamente sobre o valor acrescentado. Quando se usa esta abordagem para Portugal conclui-se que os ganhos de eficiência, em termos de VAB para a indústria, comparam de perto com os obtidos para países como os EUA e França. Hsieh e Klenow (2009) obtêm ganhos de 43 por cento para os EUA em 1999 e Bellone e Mallen-Pisano (2013) ganhos de 31 por cento para a França quer em 1998 quer em 2005. Para Portugal obtêm-se ganhos de 29 por cento em 1996 e 38 por cento em 2011.
8. Por PTFR normalizada entende-se o rácio $\ln(PTFR_{si} / PTFR_s^*)$ onde $PTFR_s^*$ representa o nível de eficiência da PTFR (PTFR que se verifica em todas as empresas do setor, em situação de eficiência, nos termos discutidos atrás). Demonstra-se que numa afetação eficiente dos fatores produção de uma empresa aumenta se a PTFR normalizada for positiva, ou seja se $PTFR_{si} > PTFR_s^*$, e diminui caso contrário.
9. Note-se que as empresas para as quais as distorções normalizadas de capital ou trabalho são negativas podem ser vistas como sendo “subsidiadas” no sentido em que beneficiam de menores custos de capital e trabalho do que as empresas para as quais tais distorções são positivas. Pelo contrário, empresas para as quais a distorção de produção normalizada é negativa enfrentam distorções de produção mais elevadas do que as empresas para as quais tal distorção é positiva.
10. Leis que obrigam as grandes empresas a manter um serviço interno de proteção de saúde, ou que permitem a pequenas e médias empresas receberem apoios para contratar trabalhadores ou a terem acesso a linhas de crédito especiais, são exemplos de políticas que dão origem a distorções de trabalho e capital que podem ajudar a explicar os resultados acabados de descrever.

As propriedades cíclicas do mercado laboral português: uma perspetiva macroeconómica no contexto da OCDE¹

Pedro Amaral²

RESUMO

As flutuações cíclicas do mercado laboral português exibem pouca correlação com o ciclo agregado da economia portuguesa dado pelas flutuações no PIB por trabalhador. Embora existam outros países na OCDE cujos mercados laborais exibem uma relação com o ciclo agregado tão ténue como o Português, a norma é que a corre-

ção seja mais alta. Por outro lado, o ciclo agregado Português exhibe uma persistência, ou correlação temporal, das mais baixas da OCDE. Este artigo mostra que estes factos têm implicações importantes para modelos macroeconómicos do mercado de trabalho.

Introdução

As consequências da última recessão para os mercados de trabalho das economias avançadas foram impressionantes: em Portugal a taxa de desemprego atingiu uns inauditos dezassete por cento; em Espanha chegou a ser dez pontos percentuais mais alta que em Portugal; e mesmo em países onde o mercado laboral é suposto ser mais flexível, como nos EUA, a taxa de desemprego chegou aos dez por cento, um valor que não era atingido desde os anos 80.

Estes factos trouxeram um interesse renovado à investigação que se dedica a análises quantitativas das consequências de flutuações económicas para o mercado de trabalho. A primeira geração de modelos de flutuações económicas reais, conhecidos como *real business-cycle models* (RBC), que se tornaram populares nos anos 80 era quase totalmente composta por modelos de pleno emprego no que respeita ao mercado laboral: os salários ajustam para que a procura total de horas de trabalho por parte das empresas e a oferta de trabalho dos trabalhadores sejam equivalentes. Desta forma, as duas únicas variáveis do mercado laboral sobre as quais o modelo tinha algo a dizer eram o salário e o número total de horas de trabalho. Estes primeiros modelos não só tinham dificuldades em gerar as propriedades cíclicas certas para o total de horas trabalhadas, como também eram forçosamente silenciosos no que diz respeito a variáveis tão importantes como desemprego e vagas, porque estavam afastadas do modelo.

Ao mesmo tempo que estes primeiros modelos RBC, por parcimónia, ignoravam o desemprego, já tinha começado algum trabalho em modelos que destacavam as fricções que existem no mercado laboral em termos de busca de emprego por parte dos trabalhadores e de empregados por parte das empresas, com as contribuições seminais de Mortensen (1970), Diamond (1982) e Pissarides (1985). Estes primeiros modelos já geravam desemprego em equilíbrio, mas não eram modelos de flutuações económicas. Só com o trabalho de Merz (1995) e Andolfatto (1996) é que estas duas correntes se juntaram e as consequências dos ciclos económicos para o mercado de trabalho começaram a ser melhor entendidas.

Eu referir-me-ei ao tipo de modelos em que flutuações na produtividade são o principal impulsor do mercado laboral em que trabalhadores procuram um emprego e empresas procuram

trabalhadores (e eventualmente se encontram, ou não), como o modelo Diamond-Mortensen-Pissarides (DMP). O objetivo deste artigo é fazer um análise macroeconómica do mercado laboral português no contexto de outras economias avançadas da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) usando este tipo de modelos.

Desde o final dos anos 90 que este tipo de modelos se tornou no mais usado em investigações macroeconómicas do mercado de trabalho. Não só por si mesmo, mas também fazendo parte de modelos mais complexos com várias fricções e em contextos em que a política monetária tem um papel a desempenhar. Um tema que se tornou particularmente importante nesta linha de investigação tem a ver com o facto de estes modelos não conseguirem gerar o tipo de volatilidade que vemos na economia. Shimer (2005) mostra como um modelo DMP calibrado de forma a gerar variações na produtividade iguais às da economia americana gera flutuações no desemprego e vagas que ficam aquém daquelas observadas na economia por uma ordem de grandeza. Este resultado ficou conhecido como o *volatility puzzle* e deu origem a uma vasta literatura que tem como objetivo encontrar uma solução que reconcilie o modelo e os dados económicos. O presente artigo mostra que o puzzle se estende dos EUA a toda a OCDE e a Portugal, em particular.

Há três aspetos que fazem o mercado de trabalho Português destacar-se dos restantes da OCDE. O primeiro tem a ver com as taxas de transição entre o emprego e desemprego (ou inatividade). Por taxas de transição entenda-se a probabilidade de um desempregado encontrar emprego num determinado período de tempo (a taxa de encontro de emprego) e a probabilidade de um trabalhador perder o seu emprego e transitar para o desemprego (taxa de separação). Até 2011 as medidas destes fluxos de transição obtidas através do Inquérito ao Emprego (IE) do Instituto Nacional de Estatística (INE) eram das mais baixas da OCDE. Na amostra, Portugal tem a taxa de separação mais baixa e a segunda taxa de encontro de emprego mais baixa, como mostra o quadro 1 (em que *f* representa a taxa de encontro de emprego e *s* representa a taxa de separação). Estas taxas são estimadas por Hobijn e Sahin (2009) e Elsby *et al.* (2011) usando dados sobre o número de desempregados, empregados e durações de desemprego para os vários países da OCDE.

Em 2011, o INE mudou a metodologia de inquérito associada ao IE e estas taxas de transição duplicaram³. Como a amostra acaba em 2007, as medidas de fluxos para Portugal são bastante mais baixas de Elsby *et al.* (2011) que as encontradas com a nova metodologia.

Quadro 1 • Taxas mensais de encontro de emprego e separação | Em percentagem

	f	s
Austrália	20,4	1,7
Áustria	15,6	0,8
Canadá	23,0	2,4
República Checa	8,1	0,9
Finlândia	13,4	1,4
Alemanha	5,8	0,5
Japão	17,2	0,6
Noruega	32,0	1,6
Polónia	7,2	1,0
Portugal	6,1	0,4
Espanha	6,1	1,1
Reino Unido	13,0	1,0
EUA	43,2	3,5

Fontes: Hobijn e Sahin (2009) e Elsby *et al.* (2012).

O segundo aspeto em que Portugal difere da norma da OCDE é em como o mercado laboral evolui com o ciclo económico agregado (medido em termos do PIB por trabalhador). Enquanto a correlação estatística entre produtividade e desemprego (vagas) é bastante negativa (positiva) na maior parte dos países, ela é quase inexistente em Portugal (bem como em alguns outros países). É como se, talvez por virtude de instituições próprias do país, o mercado laboral não fosse afetado pelo ciclo económico agregado. Exatamente que instituições são estas é algo a ser determinado em investigações futuras, mas sindicatos, contratos laborais alternativos, ou o uso excessivo de formação profissional são candidatos possíveis.

Em último lugar encontra-se um aspeto que, não sendo propriamente do mercado laboral, exerce sobre ele uma influência direta, que é o facto da produtividade por trabalhador ser bastante pouco persistente em Portugal, comparada com outros países da OCDE. Embora isto possa parecer um facto sem grandes consequências, tem repercussões importantes no contexto da literatura que se desenvolveu em resposta ao *volatility puzzle* como veremos na secção “O uso de estatísticas *cross-country* para avaliar soluções para o *volatility puzzle*”. De todas as tentativas de reconciliar o modelo DMP com a volatilidade observada no mercado laboral dos EUA, o trabalho de Hagedorn e Manovskii (2008), HM daqui em diante, foi talvez o que recebeu mais atenção. Propõe uma versão modificada do modelo de Shimer (2005) e principalmente, uma forma diferente de calibrar, ou disciplinar o modelo usando dados económicos, que faz com que o modelo seja capaz de gerar a volatilidade observada nos dados americanos. O presente artigo mostra que esta estratégia não funciona para países (como Portugal) em que a persistência temporal da produtividade é relativamente baixa.

Nas próximas secções mostro primeiro os dados económicos da OCDE em maior detalhe e situo Portugal e o seu mercado de trabalho no contexto da OCDE de uma perspetiva macroeconómica. Depois descrevo a classe de modelos DMP de uma forma simples e discuto o *volatility puzzle*. Finalmente, mostro como a solução proposta por HM não funciona para países como Portugal onde a persistência temporal não é suficientemente alta.

Propriedades cíclicas dos mercados laborais da OCDE

Os dados usados neste artigo fazem parte de um painel de frequência trimestral composto por dezasseis países da OCDE e dizem respeito a valores absolutos de vagas, desemprego, emprego, população ativa e Produto Interno Bruto (PIB). O período de começo da amostra varia de país para país, entre 1960 e 1983 e acaba em 2011. As fontes são a *Economic Outlook Database* da OCDE, as *International Finance Statistics* do Fundo Monetário Internacional, Ohanian e Raffo (2012), bem como alguns órgãos estatísticos nacionais⁴.

Para países da OCDE, o processo de recolha da maior parte dos dados é bastante fácil, mas tal não é verdade para as vagas. A OCDE compila as suas estatísticas para vagas com base no que recebe das várias agências nacionais, sem que exista uma definição consistente do que constitui uma vaga neste processo⁵. Não obstante, como é provável que as consequências deste problema se façam sentir mais nas baixas frequências e eu retiro uma tendência de baixa frequência de todas as séries (deixando a sua componente cíclica como objeto de análise) a comparação dos dados para vagas entre países não deve sair muito prejudicada⁶.

Vários factos resultam desta análise, alguns novos na literatura, outros já conhecidos, que julgo poderem constituir padrões importantes para modelos de flutuações económicas em mercados

laborais. O primeiro é que existe uma grande variação entre países na correlação observada entre produtividade e desemprego e produtividade e vagas, como mostra o gráfico 1. As correlações estatísticas entre variáveis são usadas pelos economistas para perceber o tipo de relação entre os movimentos destas. As correlações podem ir de menos um, se as duas variáveis se movem sempre proporcionalmente em direções opostas, a zero, se as variáveis são independentes, até um, quando se movem sempre na mesma direção proporcionalmente.

A maior parte das correlações no gráfico 1 tem o sinal esperado: negativo para o desemprego, o que quer dizer que quando a economia está a melhorar e a produtividade sobe, o desemprego desce e vice-versa; e positivo para as vagas, porque quando a produtividade cresce as empresas procuram mais trabalhadores e as vagas também crescem. No entanto, existem exceções que estão fora do quadrante Noroeste do gráfico 1. Em Espanha, por exemplo, parece que as vagas são independentes da produtividade, enquanto a produtividade e o desemprego têm uma correlação positiva intrigante. Em países como Portugal, Noruega, Polónia e até a Austrália, as correlações são bastante próximas de zero, o que sugere que os mercados laborais estão isolados do ciclo económico. Embora seja difícil dizer, a este nível de análise, o que se esconde por trás deste facto, é possível que instituições próprias de cada um destes países criem barreiras ou fricções que impeçam a transmissão do ciclo económico agregado ao mercado de trabalho. Saber exatamente quais serão estas instituições está fora do âmbito deste artigo, mas podemos especular um pouco em relação a possíveis candidatos: tudo o que impeça os incentivos do mercado de produto de chegarem ao mercado de trabalho (e portanto desacelerem a dinâmica deste mercado). Os sindicatos podem, por exemplo, prescindir de crescimento salarial para obter mais estabilidade de emprego, o que tornaria as vagas e desemprego menos sensíveis a mudanças no ciclo económico. Esquemas contratuais alternativos, como semanas de trabalho mais curtas que permitam que o total de horas empregues varie enquanto o número de pessoas empregadas se mantém mais estável, podem também produzir os mesmos resultados. Finalmente, estágios de formação profissional (patrocinados pelo Estado ou não) podem por vezes distorcer os números de desempregados (dependendo de como os estágios são contabilizados para fins das estatísticas de desemprego) e explicar este resultado.

O quadro 2 mostra as correlações entre produtividade e as duas variáveis laborais mas desta vez desfasadas temporalmente. Tomando o desemprego em Portugal como exemplo, a forma de ler este quadro é a seguinte: (x) refere-se às correlações contemporâneas, o que quer dizer que a correlação entre produtividade e o número de desempregados em Portugal período a período é de -0,082. Este é também o valor que aparece no gráfico 1. Mas suponhamos que estamos interessados na correlação entre produtividade este trimestre e desemprego no trimestre seguinte, então lemos o valor que aparece na coluna $x(+1)$; se, por outro lado, estivermos interessados em saber a correlação entre produtividade neste trimestre e desemprego há dois trimestres, então lemos o valor que aparece na coluna $x(-2)$.

Quadro 2 • Correlações cruzadas temporais

	x(-5)	x(-4)	x(-3)	x(-2)	x(-1)	x	x(+1)	x(+2)	x(+3)	x(+4)	x(+5)
Austrália											
Desemprego	0,559	0,567	0,536	0,423	0,249	0,056	-0,153	-0,294	-0,378	-0,399	-0,364
Vagas	-0,536	-0,455	-0,287	-0,138	0,078	0,230	0,376	0,490	0,505	0,521	0,481
Austria											
Desemprego	0,244	0,228	0,189	-0,019	-0,123	-0,387	-0,480	-0,424	-0,414	-0,322	-0,148
Vagas	-0,158	-0,079	0,029	0,169	0,333	0,480	0,539	0,538	0,471	0,369	0,248
Canadá											
Desemprego	0,456	0,347	0,209	0,041	-0,102	-0,247	-0,358	-0,431	-0,446	-0,431	-0,383
Vagas	-0,381	-0,267	-0,139	0,014	0,167	0,299	0,394	0,457	0,468	0,455	0,411
República Checa											
Desemprego	0,500	0,402	0,204	0,019	-0,230	-0,435	-0,592	-0,671	-0,675	-0,612	-0,492
Vagas	-0,381	-0,250	-0,001	0,219	0,457	0,631	0,714	0,717	0,672	0,581	0,449
Finlândia											
Desemprego	0,440	0,367	0,222	0,062	-0,101	-0,282	-0,435	-0,352	-0,560	-0,584	-0,558
Vagas	-0,407	-0,299	-0,124	0,042	0,224	0,408	0,496	0,572	0,583	0,601	0,546
Alemanha											
Desemprego	0,179	0,097	-0,007	-0,125	-0,257	-0,376	-0,439	-0,434	-0,392	-0,297	-0,194
Vagas	-0,093	0,021	0,147	0,258	0,359	0,445	0,482	0,441	0,342	0,244	0,140
Japão											
Desemprego	0,241	0,166	0,029	-0,106	-0,293	-0,461	-0,571	-0,630	-0,611	-0,508	-0,337
Vagas	-0,169	-0,061	0,086	0,264	0,457	0,612	0,695	0,681	0,561	0,365	0,139
Noruega											
Desemprego	0,433	0,378	0,303	0,237	0,075	-0,038	-0,176	-0,293	-0,342	-0,347	-0,388
Vagas	-0,514	-0,477	-0,375	-0,205	-0,078	0,056	0,171	0,269	0,327	0,394	0,430
Polónia											
Desemprego	0,197	0,279	0,350	0,352	0,312	0,244	0,125	0,049	-0,007	-0,032	-0,007
Vagas	-0,368	-0,279	-0,141	-0,025	0,113	0,271	0,264	0,214	0,137	0,041	-0,060
Portugal											
Desemprego	0,205	0,170	0,148	0,080	-0,028	-0,082	-0,168	-0,213	-0,260	-0,246	-0,256
Vagas	-0,135	-0,043	0,042	0,119	0,268	0,262	0,260	0,219	0,161	0,146	0,169
Espanha											
Desemprego	0,313	0,399	0,433	0,477	0,477	0,472	0,420	0,369	0,323	0,261	0,203
Vagas	-0,221	-0,214	-0,154	-0,143	-0,114	-0,076	-0,090	0,001	0,076	0,109	0,146
Reino Unido											
Desemprego	0,711	0,647	0,487	0,283	0,046	-0,185	-0,392	-0,521	-0,584	-0,567	-0,508
Vagas	-0,412	-0,270	-0,060	0,181	0,418	0,625	0,741	0,747	0,661	0,551	0,406
EUA											
Desemprego	0,569	0,550	0,460	0,284	0,041	-0,242	-0,425	-0,536	-0,544	-0,485	-0,393
Vagas	-0,533	-0,465	-0,329	-0,107	0,157	0,408	0,555	0,608	0,576	0,497	0,404

Fontes: OCDE e cálculos do autor.

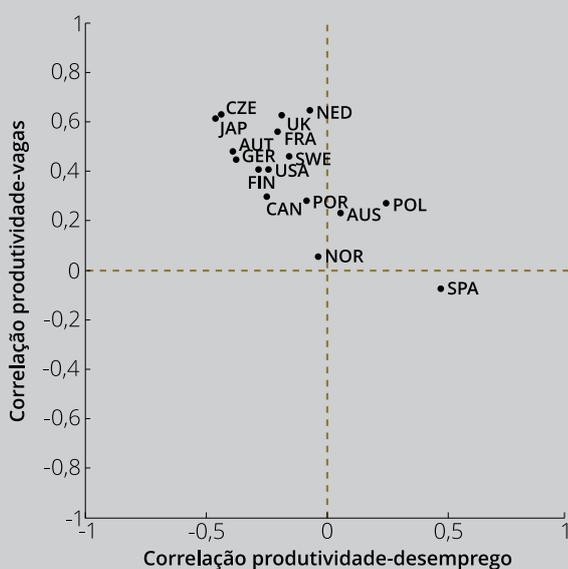
O quadro mostra que para a maior parte dos países, o padrão é de que o desemprego atinge o seu mínimo cíclico mais ou menos três trimestres depois do pico da produtividade, que é justamente o que acontece em Portugal. As vagas atingem o seu pico mais ou menos meio ano depois

da produtividade o fazer, ao passo que em Portugal as duas variáveis atingem o seu pico conjuntamente. Talvez ainda mais importante seja o facto das correlações entre estas duas variáveis do mercado de trabalho e a produtividade em Portugal se manterem baixas ao longo de todo o ciclo económico, nunca passando dos 0,3, enquanto em países como os EUA ou o Reino Unido facilmente atingem o dobro deste valor, confirmando a hipótese de que o ciclo económico exerce uma influência relativamente modesta no mercado laboral Português.

À luz destes factos, parece que um modelo do mercado laboral cujo principal motor seja a produtividade, no qual o desemprego seja baixo quando a produtividade é alta e em que as vagas acompanhem os movimentos na produtividade, seria uma má ideia. Afinal, o gráfico 1 mostra que os mercados laborais em alguns países parecem não responder ao ciclo económico, ao passo que outros, como a Espanha parecem ser contra cíclicos, sugerindo que outros choques, que não sobre a produtividade, ou outras instituições estarão presentes e serão mais importantes. No entanto este não é o caso para todos os países. Também é interessante notar que a relação linear entre o par de correlações que aparece no gráfico 1 sugere que o que quer que seja que está a divorciar o ciclo económico do mercado laboral, está a fazê-lo igualmente em relação ao desemprego e em relação às vagas. Países que têm uma correlação alta (em termos absolutos) entre produtividade e desemprego, tendem também a ter uma correlação alta entre produtividade e vagas. Isto sugere que um modelo do mercado de trabalho apropriado pode ser um em que flutuações na produtividade são a força motriz base, mas em que existam instituições específicas a cada país que variam no grau em que isolam o mercado laboral do ciclo económico.

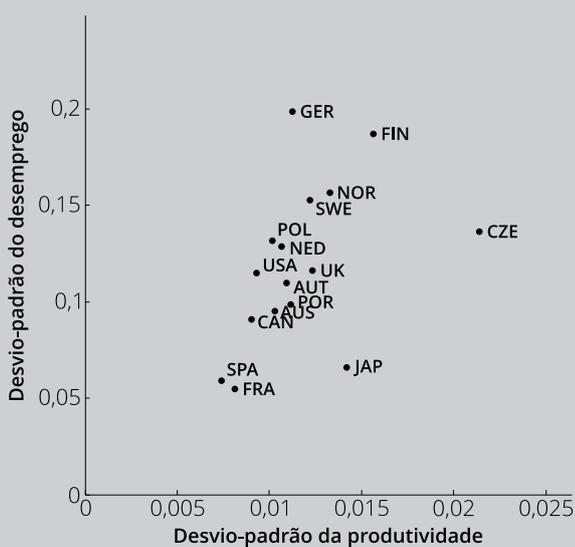
Os gráficos 2 e 3 reforçam também a ideia que a produtividade pode ser a força base acertada para um modelo macroeconómico do mercado laboral: há uma correlação positiva entre a volatilidade na produtividade e a volatilidade tanto no desemprego como nas vagas. Ambas estas variáveis laborais tendem a variar mais em países onde o PIB por trabalhador varia mais e são pelo menos dez vezes mais voláteis que este, quando medidas pelo seu desvio-padrão, e Portugal não é exceção.

Gráfico 1 • Correlações entre produtividade e desemprego e entre produtividade e vagas



Fontes: OCDE e cálculos do autor.

Gráfico 2 • Volatilidade do desemprego e produtividade | Desvio-padrão



Fontes: OCDE e cálculos do autor.

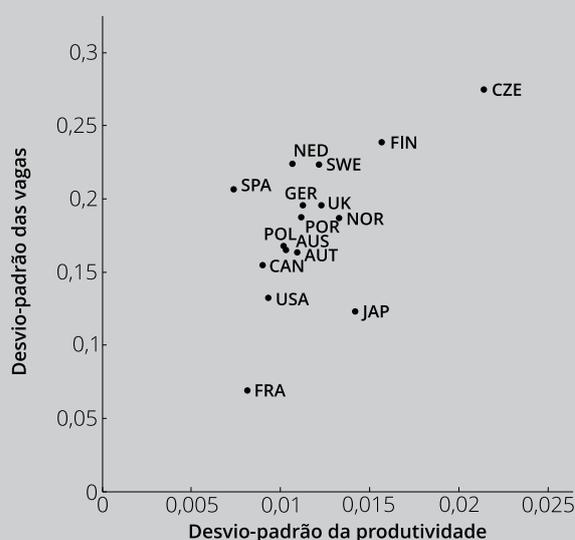
Outra característica importante é que tanto as vagas como o desemprego são bastante persistentes de acordo com a sua correlação temporal (entre um trimestre e o seguinte), como mostra o gráfico 4. Neste respeito, Portugal assemelha-se muito ao país mediano da amostra da OCDE utilizada, onde desemprego e vagas variam substancialmente, mas de uma forma espaçada e persistente, ao invés de subirem e descerem alternadamente. Em termos de um modelo que retrate esta característica, ou bem que o processo de produtividade que dá vida ao modelo é ele próprio persistente, ou terá que existir um mecanismo interno ao mercado laboral que faz com que as vagas e o desemprego ajustem devagar ao invés de bruscamente, quando a produtividade varia.

Foi com este tipo de relações em mente que Merz (1995) e Andolfatto (1996) originalmente construíram um modelo a ligar o ciclo económico com um modelo de mercado laboral em que o desemprego é um fenómeno de equilíbrio, juntando assim as duas literaturas de que falámos na Introdução. Na secção seguinte apresento uma versão simplificada deste trabalho, o modelo DMP, que se foca mais no mercado laboral em detrimento de outras partes da economia e em que a força motriz do modelo são choques de produtividade, baseado em Shimer (2005).

Um modelo do mercado laboral com base na produtividade

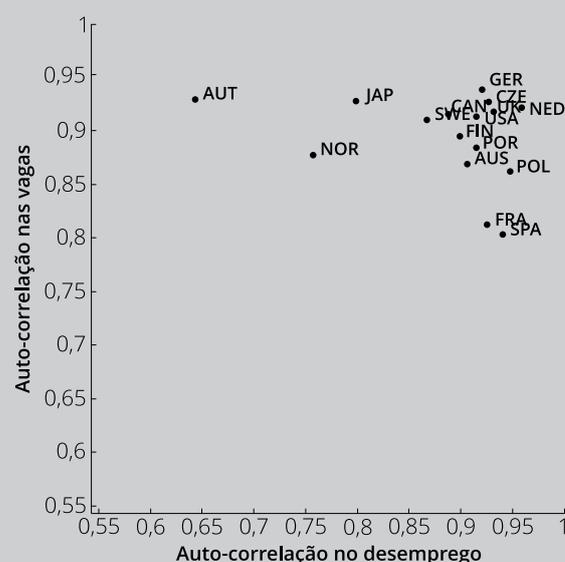
Na economia-modelo que vamos construir existem trabalhadores e empresas que se podem ligar formando pares⁷. Os trabalhadores dizem-se empregados, se estiverem juntos com uma empresa, ou desempregados e à procura de emprego, se não fizerem parte de um par com uma empresa. As empresas, pelo seu lado, ou estão juntas com um trabalhador e a produzir, ou estão à procura de um trabalhador com quem se juntar. Os desempregados recebem um subsídio de desemprego fixo,

Gráfico 3 • Volatilidade das vagas e produtividade
| Desvio-padrão



Fontes: OCDE e cálculos do autor.

Gráfico 4 • Autocorrelações do desemprego e vagas



Fontes: OCDE e cálculos do autor.

enquanto os empregados recebem um salário. As empresas sem par procuram trabalhadores pagando um montante fixo para abrir e anunciar uma vaga, enquanto as empresas que já têm um trabalhador ficam com o lucro: o que resta da venda do seu produto depois de terem pago ao trabalhador.

Se um par trabalhador-empresa se forma ou não depende das condições agregadas do mercado de trabalho. Quanto mais desempregados houver, mais provável é que um par se forme; igualmente, quanto mais vagas houver, mais provável é que um par se forme. Se não houver vagas, ou não houver desempregados, não se formam pares. Uma vez formado, o par dura até haver uma separação, que ocorre com uma probabilidade fixa.

Nesta economia que estamos a construir, a produção de um par representa o PIB por trabalhador nas economias reais, o que chamamos produtividade quando falamos das estatísticas na secção anterior. No nosso modelo, a produção segue um processo estocástico, o que quer dizer que está sujeita a choque aleatórios. Mais propriamente, a produção deste trimestre é igual a uma fração da produção do trimestre passado mais um choque aleatório que pode ser positivo ou negativo. Isto quer dizer que a produção é persistente (porque é em parte determinada pela produção passada), mas varia devido ao choque contemporâneo.

O salário do trabalhador é negociado entre este e a empresa. Os termos exatos da negociação dependem do poder negocial das partes, bem como do seu custo de oportunidade (zero para a empresa e o montante do subsídio de desemprego para o trabalhador). As empresas antecipam o resultado desta negociação quando decidem abrir uma vaga ou não. Na verdade, usam toda a informação que têm à sua disposição: a probabilidade com que vão encontrar um trabalhador, quanta produção esperam fazer, a probabilidade de que exista uma separação posterior, etc. para calcular o ganho esperado presente de abrir uma vaga. Uma vez obtido esse valor, subtraem o custo de abrir essa vaga e se a diferença for positiva optam por abrir a vaga.

Uma variável central neste modelo é o rácio entre vagas e desemprego, a que chamamos o grau de tensão do mercado. Um rácio baixo quer dizer que o mercado está mais apertado, há muitos desempregados e poucas vagas, é difícil para um desempregado encontrar emprego e as empresas encontram trabalhadores facilmente sem ter que subir os salários muito. Um rácio alto quer dizer que o mercado está mais solto, há muitas vagas por preencher e a taxa de desemprego é baixa. Neste caso, quando abrem vagas, as empresas sabem que vão pagar salários mais altos de forma a atrair os trabalhadores. Isto quer dizer que os seus lucros vão ser menores, o que eventualmente determina o equilíbrio no modelo: as empresas abrem vagas até o seu lucro esperado ser zero. A partir dessa altura já não existem incentivos para abrir mais vagas.

Por detrás disto tudo, estão as variações na produtividade que determinam quanto produz um par empresa-trabalhador. Se o choque produtivo neste trimestre é bom, as empresas sabem que vão produzir muito, e como a produtividade é persistente, é provável que continue alta nos próximos trimestres. Como tal, o lucro esperado das empresas aumenta e mais vagas são criadas, o que resulta na criação de mais pares e na descida da taxa de desemprego. É esta a génese das correlações que discutimos na secção anterior: quando aumenta a produtividade, aumentam as vagas e diminui o desemprego. Produtividade e vagas têm, portanto, uma correlação positiva, ao passo que a correlação com o desemprego é negativa.

É óbvio que o modelo foi construído para que resultasse propositadamente em correlações com estes sinais. Mas mais do que isso, nós estamos interessados em saber se o modelo consegue replicar os valores das estatísticas das economias na amostra. Para fazer esse teste imparcialmente, impedindo que influenciemos o resultado dando os valores que queremos aos vários parâmetros que constituem o modelo, temos que o disciplinar. Isto é feito atribuindo valores aos parâmetros (como o montante do subsídio de desemprego, ou a probabilidade de que um par se separe) que recriem o que se passa nos diversos países da amostra. Este processo de calibração faz com que as nossas economias-modelo sejam iguais às economias da amostra em certas dimensões, enquanto as dimensões em que estamos realmente interessados são determinadas pelo modelo.

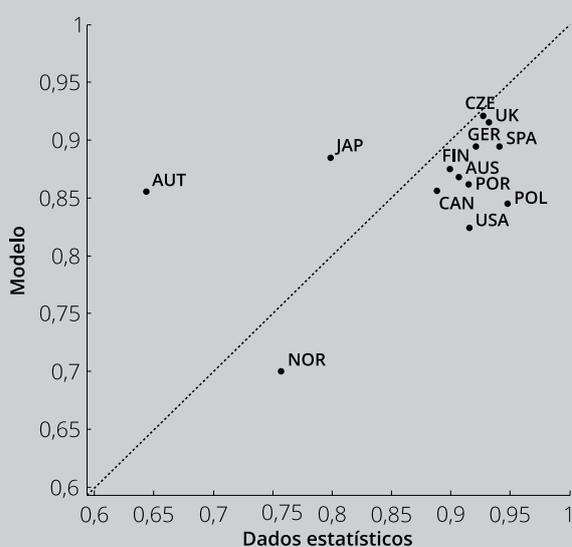
Os gráficos 5 e 6 mostram uma comparação entre as economias artificiais que criámos e as economias reais da amostra no que diz respeito à persistência das duas variáveis do mercado laboral. No eixo horizontal temos a persistência em cada país da amostra e no eixo vertical a persistência gerada pelo modelo de cada país. Quanto mais próximo da linha de 45 graus estivermos (onde o modelo e os dados estatísticos coincidem) melhor se comporta o modelo. O modelo consegue capturar grande parte da persistência no desemprego, mas falha, em grande medida, no que toca a capturar o grau de persistência nas vagas (as observações estão sistematicamente abaixo e longe da linha de 45 graus). A correlação entre vagas em trimestres consecutivos é de mais ou menos 0,9 em Portugal, enquanto o modelo se fica por metade deste valor. Este problema do modelo é bem conhecido na literatura e pode ser resolvido com a introdução de mecanismos que obriguem as vagas a ajustar mais pausadamente, como custos de ajustamento.

O gráfico 7 mostra os resultados do modelo no que toca à volatilidade das variáveis laborais relativamente à volatilidade da produtividade (que foi calibrada de forma a ser igual à observada nos dados estatísticos dos vários países). Enquanto as vagas em Portugal são dezasseis vezes mais voláteis que a produtividade, o modelo sugere que são igualmente voláteis. O modelo é incapaz de replicar quão voláteis são as variáveis laborais em todos os países da amostra: o *volatility puzzle*, identificado por Shimer (2005) para os EUA estende-se aos países da OCDE.

O uso de estatísticas *cross-country* para avaliar soluções para o *volatility puzzle*

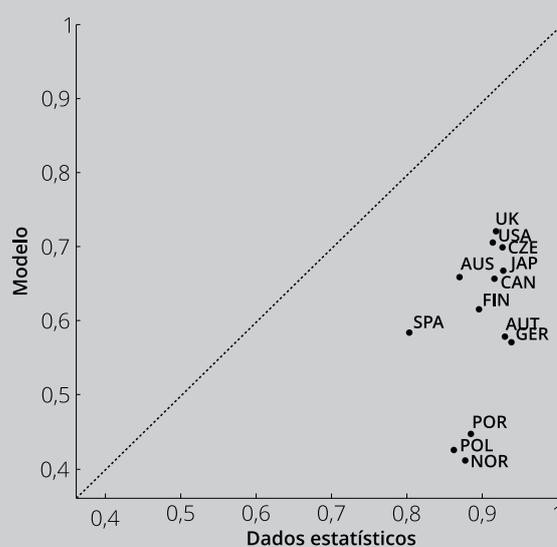
Existe uma longa literatura de potenciais soluções para o *volatility puzzle*, e é por isso importante conseguir distinguir e avaliar propostas alternativas. O tipo de dados *cross-country* que o presente artigo traz a lume é uma de várias possíveis dimensões que podem ser usadas para escrutinar entre potenciais soluções. Aqui vamos usar como exemplo a solução proposta em HM.

Gráfico 5 • Autocorrelações do desemprego: modelo e dados estatísticos



Fontes: OCDE e cálculos do autor.

Gráfico 6 • Autocorrelações das vagas: modelo e dados estatísticos



Fontes: OCDE e cálculos do autor.

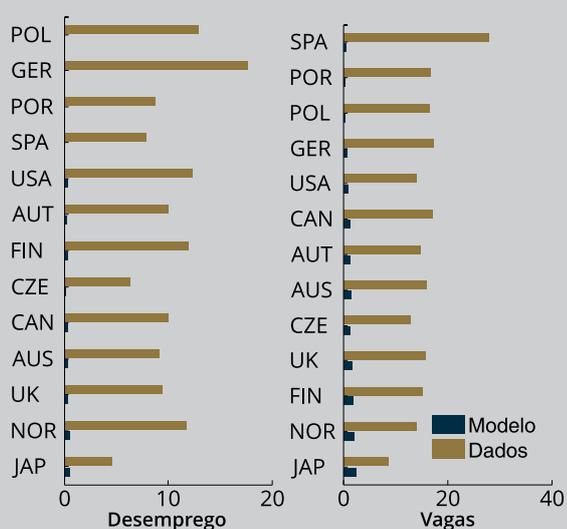
Mantendo a maior parte da estrutura do modelo, HM propõe que os parâmetros do modelo devem ser calibrados usando momentos estatísticos diferentes. HM defende que a razão por que o modelo DMP *standard* é incapaz de gerar os níveis de volatilidades em economias reais se deve ao facto de, na economia-modelo, os salários absorverem quase toda a variação cíclica na produção, enquanto o lucro da empresa varia muito pouco. Como as empresas abrem vagas com base no seu lucro esperado, quando os lucros variam pouco, as vagas, e consequentemente o desemprego, variam pouco também.

Nos diversos países da amostra, em contraste, os salários variam muito menos com o ciclo e portanto os lucros variam relativamente mais. Enquanto parte da literatura reagiu a este desajustamento desenvolvendo modelos que introduzem mecanismos para tornar os salários mais rígidos, HM tomou outra direção que foi a de replicar a elasticidade dos salários em relação à produtividade. Os valores dos parâmetros são fixados de forma a que esta elasticidade seja igual no modelo e nas estatísticas dos vários países. Note-se que isto, por si, não garante que as vagas e desemprego no modelo variem tanto como nas economias reais. Mesmo quando o modelo gera a variação certa nos lucros o mecanismo de transmissão dos lucros para as vagas e desemprego é interno ao modelo.

A solução proposta em HM acaba por aproximar o modelo da maior parte dos países na amostra, no que toca à volatilidade nas variáveis laborais como mostra o gráfico 8. Mas não para todos. Para Portugal (e Espanha) esta estratégia falha e a volatilidade no modelo continua a ser uma ordem de grandeza mais baixa que na realidade. Por que é que isto acontece? Por duas razões. A primeira tem a ver com o grau de persistência da produtividade. Em Portugal este valor é muito baixo, o que significa que quando há um choque positivo e a produtividade sobe para um valor alto, as empresas não têm a certeza se tal vai durar muito. Por essa razão não criam tantas vagas como criariam se tivessem a certeza que a produtividade continuaria alta por muito tempo, o que resulta em menos volatilidade nas vagas e desemprego. A segunda razão tem a ver com a baixa probabilidade dos trabalhadores encontrarem emprego que caracteriza a amostra utilizada do mercado de trabalho português

Gráfico 7 • Volatilidade no mercado de trabalho: modelo e dados estatísticos

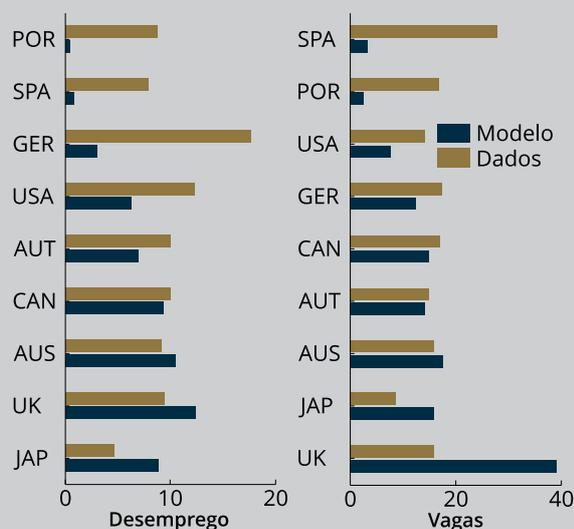
| Desvio padrão das vagas e desemprego dividido pelo desvio padrão da produtividade



Fontes: OCDE e cálculos do autor.

Gráfico 8 • Volatilidade no mercado de trabalho: modelo (HM) e dados estatísticos

| Desvio padrão das vagas e desemprego dividido pelo desvio padrão da produtividade



Fontes: OCDE e cálculos do autor.

(e Espanhol), e é um mecanismo bastante simples. Dada uma certa produtividade e um certo número de vagas abertas, o desemprego diminui menos em economias onde a probabilidade de encontrar emprego é mais baixa, dado que menos trabalhadores acabam por encontrar emprego.

É de notar que este último mecanismo em Portugal está sujeito à revisão das estimativas para a taxa de encontro de emprego resultantes das mudanças amostrais promovidas pelo INE no IE. No entanto, Amaral e Tasci (2012) demonstra que mesmo em economias com taxas de encontro de emprego elevadas, se a persistência da produtividade for relativamente baixa, a solução proposta por HM continua a não resultar.

Para finalizar, gostava de realçar como este tipo de análise ilustra como os dados estatísticos *cross-country* podem ser usados para escrutinar entre as soluções propostas para o *volatility puzzle*.

Conclusões

No contexto da OCDE, o mercado laboral Português tem uma ligação relativamente ténue ao ciclo económico agregado, medido pelas flutuações no PIB por trabalhador. Isto pode ter a ver com instituições, ou outro tipo de fricções, que distorçam os incentivos que o mercado, em sentido lato, manda para o mercado de trabalho.

O PIB por trabalhador em Portugal também é relativamente pouco persistente em Portugal e isto explica porque é que a solução mais comum na literatura para o *volatility puzzle* não funciona no contexto do mercado laboral português.

Referências

- Amaral, P. S., e M. Tasci, 2012, "The cyclical behavior of equilibrium unemployment and vacancies across OECD countries", *Working Paper 1236*, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Andolfatto, D., 1996, "Business Cycles and Labor-Market Search", *American Economic Review*, 86(1), 112-32.
- Banco de Portugal, 2011, "A Economia Portuguesa em 2011", *Relatório do Conselho de Administração*.
- Diamond, P., 1982, "Aggregate Demand Management in Search Equilibrium", *Journal of Political Economy*, 90(5), 881-894.
- Elsby, M. W., B. Hobijn, e A. Sahin, 2011, "Unemployment Dynamics in the OECD", Tinbergen Institute Discussion Papers 11-159/3, Tinbergen Institute.
- Hagedorn, M., e Y. Manovskii, 2008, "The Cyclical Behavior of Cyclical Unemployment and Vacancies Revisited", *American Economic Review*, 98(4), 1692-1706.
- Hobijn, B., e A. Sahin, 2009, "Job-finding and Separation Rates in the OECD", *Economics Letters*, 104, 107-11.
- Merz, M., 1995, "Search in the labor market and the real business cycle", *Journal of Monetary Economics*, 36(2), 269-300.
- Mortensen, D. T., 1970, "Job Search, the Duration of Unemployment, and the Phillips Curve", *American Economic Review*, 60(5), 847-62.
- Ohanian, L. E., e A. Raffo, 2012, "Aggregate hours worked in OECD countries: New measurement and implications for business cycles", *Journal of Monetary Economics*, 59(1), 40-56.
- Pissarides, C., 1985, "Short-Run Equilibrium Dynamics of Unemployment, Vacancies, and Real Wages", *American Economic Review*, 75(4), 676-90.
- Shimer, R., 2005, "The Cyclical Behavior of Equilibrium Unemployment and Vacancies", *American Economic Review*, 95(1), 25-49.

Notas

1. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade do autor, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros ou omissões são da exclusiva responsabilidade do autor.
2. Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.
3. Para mais detalhes ver a Caixa 4.1 do Relatório Anual do Conselho de Administração do Banco de Portugal (2011) pp.135-138.
4. Ver Amaral e Tasci (2012) para uma descrição detalhada de todas as fontes, bem como para uma análise mais técnica dos resultados contidos neste artigo.
5. Para Portugal, em particular, a série estatística utilizada para as vagas, vem das ofertas de emprego que as diversas empresas anunciam nos vários Centros de Emprego Regionais e que é recolhida e publicada pelo Instituto do Emprego e da Formação Profissional.
6. Todas as series estão em logaritmos naturais e é-lhes removida uma tendência longa com o filtro Hodrick-Prescott com um parâmetro de suavização de 1600.
7. Para uma descrição mais detalhada do modelo ver Amaral e Tasci (2012).

Uma análise do mercado do medicamento em Portugal¹

Manuel Coutinho Pereira² | Hugo Vilares²

RESUMO

Este artigo acompanha os principais desenvolvimentos do mercado do medicamento em Portugal ao longo da última década. Neste âmbito é de destacar o crescimento das quantidades transacionadas, em paralelo com uma redução dos preços no retalho resultante de uma intensa intervenção legislativa. Esta segunda tendência tem travado a progressão da despesa em medicamentos (dispensados em ambulatório), permitindo mesmo alguma redução deste agregado, nos últimos anos. A evolução verificada reflete uma diminuição das rendas económicas auferidas pelos diversos agentes do mercado, em benefício do Serviço Nacional de Saúde. O aumento da concorrência nos segmentos do mercado abertos à entrada de medicamentos

genéricos tem tido uma contribuição importante para este resultado.

A estimação de uma função procura de medicamentos permite concluir que a sensibilidade das quantidades consumidas ao preço é relativamente reduzida, situando-se no limite superior das estimativas de estudos para outros países. Além disso, infere-se que a resistência à prescrição de genéricos tem diminuído, sendo que, em condições de equivalência, os prescritores já induzem o consumidor a adquirir preferencialmente genéricos. De futuro, a continuação da penetração dos genéricos no mercado deverá passar sobretudo pelo incremento das substâncias farmacológicas por estes abrangidas.

Introdução

O medicamento é considerado economicamente um bem de mérito, ou seja, a sua disponibilização de forma abrangente à população é vista como uma prioridade nos diversos Estados-Membros da União Europeia, nos quais, em média, cerca de dois terços da despesa é assumida pelo próprio Estado (Vogler *et al.*, 2011). Este papel primordial do Estado na disponibilização generalizada de medicamentos, aliado ao progresso científico que diversificou a oferta de tratamentos e incrementou a sua eficácia, tem sido uma determinante efetiva da melhoria das condições de vida e da longevidade média. O sucesso obtido tem, ao mesmo tempo, implicado um crescimento nominal da despesa pública com medicamentos a um ritmo substancialmente superior ao crescimento nominal do produto interno bruto. De acordo com Vogler *et al.* (2011), a despesa pública nos Estados-Membros da União Europeia aumentou 76 por cento, em média, entre 2000 e 2009, o que corresponde a um crescimento anual de cerca de 5,8 por cento, enquanto o crescimento do PIB nominal se situou aproximadamente em 2,8 por cento.

A expansão da despesa do Estado nesta área tem colocado uma pressão crescente sobre as contas públicas. Assim, desde o início da década de 90, os Estados-Membros da União Europeia têm dado particular atenção ao mercado do medicamento e adotado um conjunto amplo de medidas no sentido de garantir a disponibilização dos fármacos, enquanto controlam custos e limitam as rendas económicas auferidas pelos agentes do setor. Esta tendência acentuou-se no período mais recente, num contexto de reduzido crescimento económico, por via de um reforço do enquadramento regulatório do mercado europeu (ver, por exemplo, Brandt, 2013, ou Carone *et al.* 2012). Os países com maiores dificuldades orçamentais têm liderado este movimento. Em termos muito gerais, Vogler *et al.* (2011) conclui que as intervenções no decurso da década

de 90 permitiram algum controlo orçamental fundamentalmente através da passagem de custos para os pacientes. Em contraste, as medidas de contenção orçamental mais recentes reduziram sobretudo os lucros da indústria farmacêutica sem se traduzirem num acréscimo de encargos para os pacientes.

O sistema português de assistência farmacológica assenta no Serviço Nacional de Saúde (SNS) como segurador universal de base para a população, o qual, como se verá adiante, discrimina positivamente certos grupos populacionais e doentes afetados por patologias graves. Neste contexto, os subsistemas de saúde e os seguros privados assumem um papel secundário, consistindo em larga medida em soluções que beneficiam os trabalhadores de determinados setores ou empresas e que apenas complementam as coberturas do SNS.

Barros (2012) caracteriza a regulação do mercado português ao longo da última década como muito interventiva, e Vogler *et al.* (2011) reporta que Portugal é um dos países com um maior número de ações regulatórias, a par dos países bálticos, da Espanha, da Grécia e da Islândia. Naturalmente, nos anos mais recentes, a política do medicamento em Portugal tem sido fortemente condicionada pelo Programa de Assistência Económica e Financeira, o qual impôs, entre outros, um objetivo de redução substancial da despesa. O legislador nacional tem focado a sua intervenção na introdução de medicamentos no mercado, nas regras de formação de preços, nas fórmulas de cálculo de copagamentos, nos padrões de prescrição, nas margens dos participantes nas cadeias de distribuição e no controlo da atuação dos agentes.

Apesar do crescimento da intervenção nos diversos países e do seu grau de sofisticação, Merino-Castelló *et al.* (2003), Fiorio *et al.* (2008) e Contoyannis *et al.* (2005) referem a falta de estudos empíricos, e uma ênfase recorrente sobre análises comportamentais dos decisores, como limitações relevantes a um conhecimento sistemático do mercado. Face aos estudos existentes, Cabrales *et al.* (2013) aponta as reduzidas amostras de produtos, e a escassez de estudos envolvendo um conjunto representativo de países, como limitações relevantes. Kim (2009) acrescenta que os Estados Unidos são o objeto de estudo preferencial neste contexto, apesar das diferenças significativas entre a intervenção no mercado nesse país e, designadamente, a realidade europeia. Para Portugal, Barros (2013) refere especificamente a falta de estudos sistemáticos sobre a sensibilidade da procura como uma limitação na determinação dos objetivos de política.

Neste contexto, o presente artigo faz uma caracterização do mercado do medicamento em Portugal ao longo da última década, com ênfase nos fatores explicativos da procura. Para este fim, utiliza-se uma base de dados abrangente que acompanha mensalmente o universo do mercado de ambulatório do SNS sujeito a receita médica e dispensado nas farmácias portuguesas entre 2003 e 2013. Assim, nas duas secções seguintes apresentam-se o enquadramento institucional do mercado e a base de dados utilizada. Na quarta secção faz-se uma análise descritiva da evolução do mercado e, na quinta secção, discute-se um modelo de procura de medicamentos e os seus principais resultados. Na última secção são apresentadas as conclusões.

Enquadramento institucional do mercado farmacêutico

A proteção na saúde é constitucionalmente garantida em Portugal (tal como em cerca de dois terços dos países do mundo – ver Clarke *et al.* 2004) visando assegurar a todos os cidadãos, independentemente das suas condições socioeconómicas, o acesso a um conjunto de cuidados alargados. Como foi dito, a regulação do mercado farmacêutico procura conciliar este imperativo constitucional com a manutenção de uma trajetória sustentável da despesa pública em medicamentos.

Contudo, uma intervenção pública proeminente é também justificada do ponto de vista económico por diversas falhas de mercado, designadamente o facto de o medicamento ser um bem de experiência e de mérito, de existirem monopólios legais que asseguram a remuneração dos custos de investigação, e de o consumo do medicamento resultar da interação entre o doente, os especialistas que o aconselham, e o Estado que, em média, suporta maioritariamente os custos.

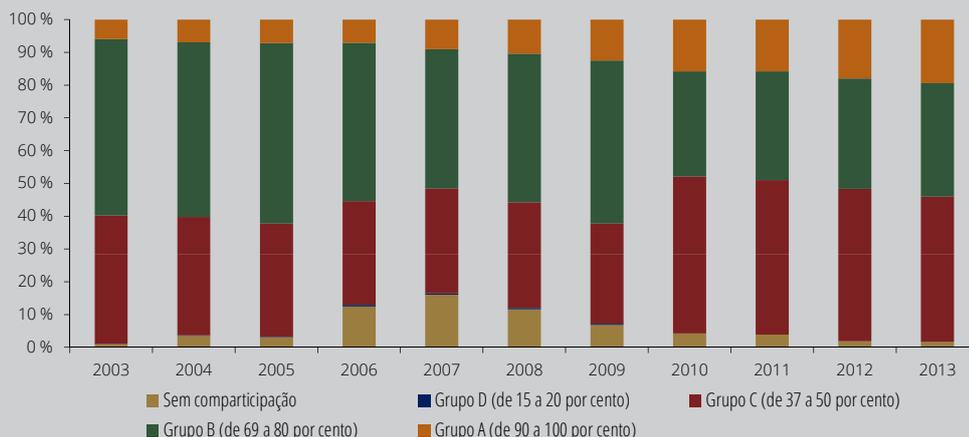
No caso português, numa primeira instância, o Infarmed (autoridade nacional do medicamento) analisa cada novo fármaco atendendo ao seu valor acrescentado face à oferta pré-existente, tanto do ponto de vista terapêutico, como do ponto de vista do preço relativo³. O preço no retalho é definido tomando em consideração o sistema internacional de preços de referência - metodologia que está implementada em 24 Estados-Membros da União Europeia⁴. Em Portugal, o preço no retalho é formado como a média do preço praticado para aquele fármaco nos países europeus que servem de referência para o sistema português (em 2014, a Espanha, a França e a Eslovénia). Posteriormente, todas as margens dos operadores económicos a jusante na cadeia de distribuição, com particular destaque para os armazenistas e as farmácias, são definidas e reguladas. Finalmente, é definida a comparticipação do SNS.

O SNS comparticipa, de forma generalizada, as despesas com medicamentos destinados à resolução de doenças consideradas relevantes, assumindo uma função de segurador universal, que providencia uma cobertura base a todos os cidadãos. No caso da existência de pelo menos um genérico no grupo homogéneo que agrupa os medicamentos com os mesmos fins terapêuticos (secção "A base de dados do mercado português do medicamento", o sistema de comparticipação base do SNS compreende dois mecanismos distintos, tal como acontece em outros países da União Europeia. Em primeiro lugar, os medicamentos são estratificados em cinco grupos de comparticipação indicativa (Gráfico 1A), que vão desde a não-comparticipação até uma comparticipação atualmente de 90 por cento do preço no retalho. Em seguida, a comparticipação efetiva de cada fármaco resulta da combinação da comparticipação indicativa com uma análise dos preços no retalho dos medicamentos dentro dos mesmos grupos homogéneos⁵. Esta medida - o sistema interno de preços de referência - estipula a comparticipação efetiva do SNS, sendo esta maior (menor) do que a comparticipação indicativa para fármacos com um preço relativo mais baixo (alto) no grupo homogéneo⁶. O gráfico 1B (linhas a dourado e a azul) mostra que a comparticipação efetiva média se situou sempre abaixo da indicativa; o hiato aumentou no período recente, com a alteração da fórmula de cálculo do preço de referência⁷, e a entrada no mercado de medicamentos, especialmente genéricos, mais baratos do que as alternativas com os mesmos fins terapêuticos.

Numa perspetiva complementar, o SNS garante comparticipações mais benéficas em dois casos particulares: grupos populacionais vulneráveis do ponto de vista médico e grupos populacionais vulneráveis do ponto de vista económico. No primeiro caso, encaixam-se os utentes afetados por doenças consideradas particularmente graves, para os quais os medicamentos são imprescindíveis para sustentar a vida. Os medicamentos para estas doenças beneficiam de um copagamento mais elevado e, em muitos casos, são dispensados gratuitamente ao nível hospitalar. No segundo caso, encontram-se incluídos os reformados que auferem uma pensão anual inferior ao equivalente a 14 salários mínimos. Estes beneficiam de uma comparticipação superior à do regime geral (em cerca de 5 por cento no grupo mais elevado e de 15 por cento nos demais grupos de comparticipação). Além disso, beneficiam de uma taxa de comparticipação indicativa de 95 por cento nos medicamentos que estejam entre os cinco mais baratos dentro do respetivo grupo homogéneo (no passado, já beneficiaram da dispensa gratuita de todos os medicamentos genéricos). Tais grupos de comparticipação especial justificam o diferencial entre a taxa de comparticipação reportada pelo Infarmed (para o SNS) e a taxa efetiva calculada através da base de dados (Gráfico 1B). A evolução deste diferencial indica ainda uma significativa redução das comparticipações especiais ao nível do mercado de ambulatório com a implementação do Programa de Assistência Económica Financeira.

Refira-se finalmente que existem franjas da população que beneficiam de regimes de assistência quanto aos medicamentos de ambulatório mais benéficos do que o SNS. Estes regimes complementares abrangem designadamente os subsistemas de saúde públicos, para os funcionários públicos em geral (ADSE) e para categorias profissionais específicas (ADNE e, no passado, Ministério da Justiça), e os subsistemas de saúde de índole privada geralmente associados aos trabalhadores de certos setores de atividade ou empresas (caso do subsistema de saúde dos bancários – SAMS,

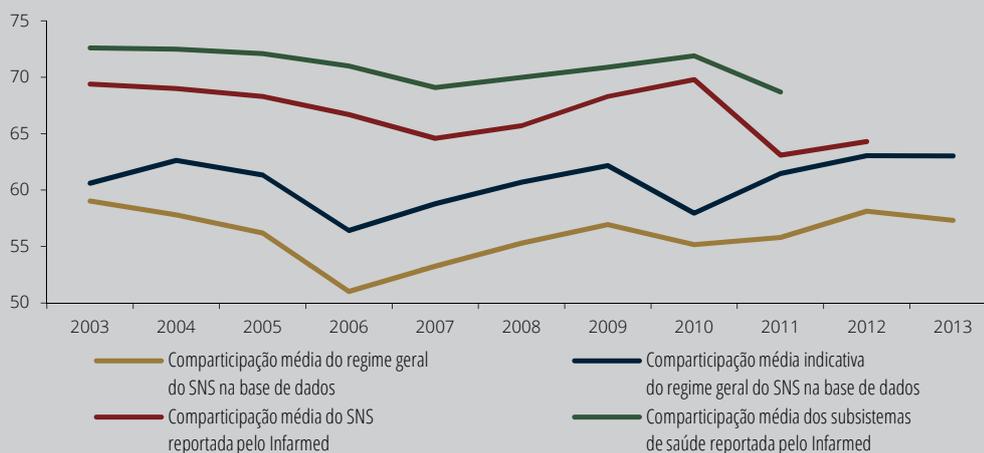
Gráfico 1A •
Peso dos grupos
de comparticipa-
ção indicativa



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: (a) O peso dos grupos é calculado com base nas apresentações de medicamentos (ver secção 3 “A base de dados do mercado português do medicamento”) (b) Inclui os medicamentos sujeitos a receita médica não restrita e que não são objecto de comparticipação especial.

Gráfico 1B •
Evolução da
comparticipação
média na base de
dados e valores
reportados pelo
Infarmed
| Em percentagem



Fontes: Cálculos dos autores e Infarmed.

Notas: (a) As taxas de comparticipação indicativa dentro de cada grupo foram sendo ajustadas com as sucessivas revisões legislativas. (b) Os cálculos da comparticipação média do regime geral do SNS na base de dados consideram que todos os pacientes estão cobertos por este regime, e tomam com ponderador a despesa anual; a comparticipação média indicativa exclui o efeito do sistema interno de preços de referência. (c) A comparticipação média reportada pelo Infarmed considera todos os grupos de doentes e medicamentos, nomeadamente os sujeitos a comparticipações especiais. (d) As quantidades vendidas, que servem de base à ponderação das comparticipações calculadas com recurso à base de dados, incluem, a partir de abril de 2013, os subsistemas públicos para além do SNS.

CTT, CGD e Portugal Telecom). Tais coberturas adicionais funcionam numa lógica de remuneração suplementar dos trabalhadores. Os seguros privados, não garantem universalmente o reforço das comparticipações do SNS para fármacos de ambulatório e, nos casos em que tal acontece, a proteção suplementar conferida tende a estar em linha com os subsistemas públicos. O gráfico 1B mostra que as coberturas adicionais nos diversos subsistemas, como um todo, têm uma dimensão limitada face às que vigoram no SNS.

A base de dados do mercado português do medicamento

A literatura económica baseia a sua análise empírica do mercado farmacêutico tanto em amostras de consumo ao nível do paciente, como em bases de dados sobre os produtos transacionados. A primeira tipologia permite uma análise do comportamento específico de cada agente económico que participa na transação, nomeadamente o médico, o farmacêutico e o paciente. A segunda tipologia – seguida neste artigo – tende a apresentar uma perspetiva mais ampla do mercado que, embora não diferenciando a atuação de cada elemento, oferece a possibilidade de analisar as decisões finais de consumo, e apresenta-se como uma alternativa viável, designadamente para o estudo da procura de fármacos.

Neste artigo recorreu-se a uma base de dados ao nível do produto, nomeadamente a extrações em momentos diferentes do tempo da *Base de Dados do Medicamento* do Infarmed, conjugada com informação mensal sobre as vendas de cada medicamento entre janeiro de 2003 e dezembro de 2013. Tal permitiu a construção de um painel (não balanceado)⁸ contendo as características e as quantidades vendidas de todos os fármacos no mercado português. Um primeiro grupo de características inclui a designação comercial, a forma farmacêutica, a dosagem, o tipo de embalagem, a eventual condição de genérico e o número de meses desde a introdução no mercado. Relativamente aos preços, destaca-se o preço no retalho (antes de comparticipação), o preço de referência e a taxa de comparticipação no regime geral do SNS⁹. A base de dados inclui ainda informação sobre a estrutura do mercado, tanto ao nível da denominação comum internacional (DCI), como da classificação fármaco-terapêutica (ver abaixo). O painel utilizado é baseado na informação que a autoridade competente usa para a monitorização do mercado e, deste modo, além de consistente ao longo do período considerado, não deverá ser praticamente afetado por erros de medição.

O universo considerado neste artigo é o dos medicamentos sujeitos a receita médica não restrita e dispensados nas farmácias, por forma a apreender a parte do mercado considerada relevante, ou seja, aquela que emana da regulamentação geral. Em detalhe, excluem-se da análise os medicamentos de venda livre, passíveis de serem vendidos nas parafarmácias criadas a partir de 2005, e o conjunto dos medicamentos que têm uma dispensa circunscrita ao meio hospitalar ou restringida por qualquer disposição regulatória. Nos cálculos das comparticipações médias, índices preços, quantidades e valor, e na estimação da função procura de medicamentos, excluíram-se ainda os fármacos destinados a doenças crónicas com necessidade de medicação permanente e/ou recorrente. Tais fármacos são normalmente objeto de comparticipações excecionais, especialmente legisladas. Torna-se assim possível realizar uma análise mais focada nos canais de distribuição e nos processos de tomada de decisão típicos do mercado (Vilares e Pereira, 2014). De referir ainda que a informação disponível não permite tomar em consideração as comparticipações adicionais, nomeadamente as auferidas por idosos com rendimentos inferiores ao salário mínimo e, mais geralmente, pelos pacientes detentores de seguros de saúde privados ou beneficiários dos subsistemas de saúde públicos.

A base de dados, na sua dimensão seccional, encontra-se estruturada por apresentações de medicamentos. Uma apresentação refere-se ao cruzamento da designação comercial, da forma farmacêutica e da dosagem do medicamento com as características da sua embalagem. Neste artigo, a designação medicamento (ou fármaco) é, em geral, utilizada na sua aceção económica e refere-se fundamentalmente à designação comercial, que está associada a uma substância ativa e a uma empresa farmacêutica. Contudo, por vezes é empregado um conceito estatístico, um pouco mais restrito e que fixa, para além da designação comercial, a forma farmacêutica e a dosagem. Na base de dados existe informação sobre a DCI ou substância ativa¹⁰, a qual consiste no principal composto químico do medicamento. Numa ótica da oferta, o mercado pode ser visto como estando estruturado em torno de grupos de medicamentos que partilham uma determinada substância ativa e, nessa medida, são substitutos quase-perfeitos (também designados por bio-equivalentes – um exemplo típico é o medicamento genérico e o medicamento dito inovador de referência). Na análise, considera-se que as apresentações substitutas concorrem entre si, abstraindo-se de possíveis diferenças relativamente a dimensões secundárias das mesmas. Em contraste, os grupos homogêneos definidos na legislação tomam em consideração tais diferenças¹¹. Na base de dados, as apresentações são ainda agrupadas, ao nível da procura, segundo uma classificação fármaco-terapêutica (isto é, por finalidades terapêuticas), que porém pode agregar fármacos com composições distintas. Neste enquadramento, o painel acompanha, em média, aproximadamente 6200 apresentações, ao longo de 132 meses, totalizando cerca de 820 mil observações.

Caraterização e evolução do mercado

O quadro 1 apresenta alguns dados sobre o mercado do medicamento em Portugal entre 2003 e 2013. No quadro distingue-se entre os medicamentos de marca e os genéricos e, no caso dos medicamentos de marca, entre os que partilham a sua substância ativa (e, portanto, concorrem) com genéricos e os restantes. A possibilidade de o médico prescrever um determinado tratamento por substância ativa, e deixar ao farmacêutico a apresentação das opções concretas de consumo ao paciente, tem tornado o mercado mais dependente das dinâmicas de concorrência ao nível daqueles grupos de substitutos. Este fenómeno vem ainda sendo incrementado pela evolução da legislação do medicamento, designadamente com a generalização dos grupos homogêneos. A legislação condiciona a introdução de medicamentos no mercado a uma análise das terapêuticas substitutas já existentes, limita a formação inicial do preço de fármacos não inovadores, e define níveis de copagamentos do SNS dependentes do preço dos outros elementos do grupo homogêneo.

O número de fármacos no mercado como um todo tem aumentado progressivamente em resultado da entrada de medicamentos genéricos, os quais constituíam cerca de 2/3 dos medicamentos em 2013. O número de medicamentos de marca registou, em contraste, alguma redução. Quando se considera o valor das vendas, a penetração dos genéricos é menos evidente, detendo estes cerca de 1/4 do mercado em 2013. Tal explica-se pelo facto de estes medicamentos tenderem a ser mais baratos e a vender, em média, menores quantidades. Mesmo considerando somente a parcela do mercado onde existem genéricos como substitutos, a sua quota de mercado é ainda inferior a metade. Em contraste, os medicamentos que não competem com os genéricos constituem apenas 1/5 dos medicamentos registados, mas detêm cerca de metade do mercado em termos de valor. Considerando agora as vendas de medicamentos como um todo, estas registaram um crescimento continuado até 2010, seguido de uma quebra nos anos mais recentes. As vendas em 2013 encontram-se aproximadamente no nível verificado no início do período considerado. Mais abaixo apresenta-se a decomposição desta evolução entre a variação de preços e de quantidades.

Quadro 1 • Mercado de medicamentos em ambulatório, 2003-2013

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Número de medicamentos dos quais:	2909	3385	3869	4208	4263	4537	4973	5488	5621	6060	6317
medicamentos de marca	2614	2667	2725	2628	2431	2356	2357	2415	2293	2262	2214
substitutos incluem genéricos	633	724	819	892	838	861	925	964	925	971	1018
substitutos não incluem genéricos	1981	1943	1906	1736	1593	1495	1432	1451	1368	1291	1196
medicamentos genéricos	295	718	1144	1580	1832	2181	2616	3073	3328	3798	4103
Vendas totais (milhões €) das quais:	1770	1961	2052	2087	2081	2168	2208	2264	1986	1659	1710
medicamentos de marca	1652	1755	1742	1733	1664	1720	1764	1721	1558	1340	1324
substitutos incluem genéricos	400	521	551	612	580	577	614	582	472	402	458
substitutos não incluem genéricos	1252	1234	1191	1121	1084	1143	1149	1139	1086	938	866
medicamentos genéricos	117	206	310	354	417	448	444	543	427	318	386

Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: (a) Neste quadro utiliza-se um conceito estatístico de medicamento (secção "A base de dados do mercado português do medicamento"). (b) Inclui os medicamentos sujeitos a receita médica não restrita. (c) Um medicamento de marca é classificado na classe dos medicamentos que têm genéricos como substitutos a partir do ano da introdução no mercado do primeiro genérico contendo a respetiva substância ativa. (d) As quantidades vendidas incluem, a partir de abril de 2013, os subsistemas públicos de saúde para além do SNS.

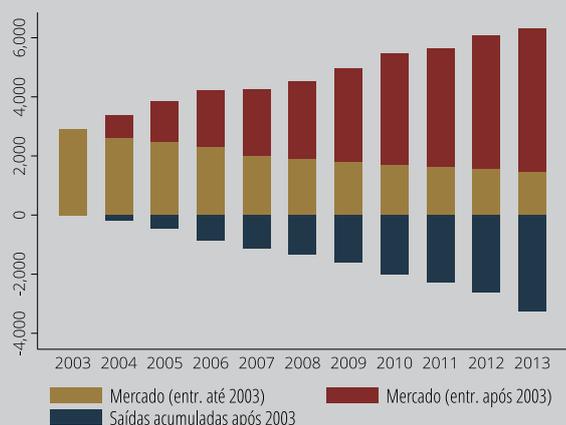
O mercado do medicamento caracteriza-se de uma forma geral por importantes fluxos de entrada e saída (Gráfico 2A). Assim, dos medicamentos que constituíam o mercado em 2003, apenas cerca de 50 por cento ainda aí permaneciam em 2013, constituindo nesta altura somente 1/4 do valor das vendas. A importância destes fluxos reflete, para além da já referida forte expansão dos genéricos no mercado português, outros fenómenos como sejam o aparecimento de novas substâncias ativas relativamente mais eficazes, e estratégias de posicionamento no mercado por parte da indústria farmacêutica. Alguns fluxos podem ainda ter origem em recomposições no que diz respeito à forma farmacêutica ou dosagem. Considerando o ano de 2013, os genéricos tiveram um papel de relevo nas entradas de medicamentos (cerca de 85 por cento), mas também nas saídas (cerca de 60 por cento); cerca de 25 por cento das saídas em 2013 disseram respeito a medicamentos de marca que não concorriam com genéricos.

Os medicamentos genéricos compreendem ainda um número relativamente reduzido de substâncias activas no mercado português (Gráfico 2B), em particular, porque muitos medicamentos de marca ainda se encontram protegidos por patente, como forma de compensação pela investigação realizada na descoberta do fármaco, e que normalmente impede o lançamento de genéricos por 20 a 25 anos (EFPIA, 2013)¹². Não obstante ter havido um incremento da penetração dos genéricos também no que se refere às substâncias ativas, tal incremento fica aquém do que se verificou relativamente ao número de medicamentos. Desta forma a concorrência dentro dos grupos de substitutos que incluem genéricos tem-se acentuado: passou-se de uma média de aproximadamente 15 medicamentos por grupo, em 2003, para 25 medicamentos, em 2013 (nas substâncias ativas cobertas exclusivamente por fármacos de marca este indicador manteve-se estabilizado, entre 2 e 3 medicamentos, ao longo do período).

Prossegue-se a análise com uma decomposição da evolução do valor das vendas de medicamentos (apresentada no quadro 1) entre a variação das quantidades vendidas e a variação dos preços. Dado que se verificaram alterações continuadas da composição do mercado em termos de produtos, optou-se pela utilização de índices de base móvel, considerando o mês anterior como

período base. O gráfico 3A apresenta os índices de valor e de quantidades; o gráfico 3B apresenta os índices de preços no retalho e de preços efetivamente pagos pelo paciente, isto é, líquidos de participação (considerando unicamente o regime geral do SNS).

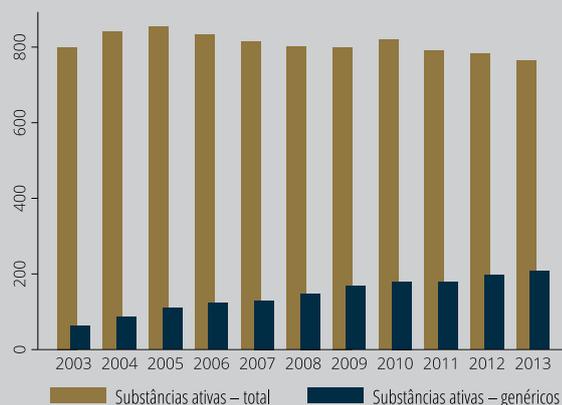
Gráfico 2A • Fluxos de substituição entre medicamentos no mercado desde 2003



Fonte: Cálculos dos autores.

Nota: Inclui os medicamentos sujeitos a receita médica não restrita.

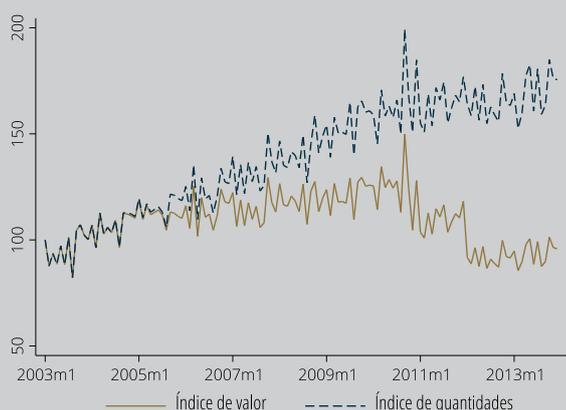
Gráfico 2B • Substâncias ativas no mercado



Fonte: Cálculos dos autores.

Nota: Inclui os medicamentos sujeitos a receita médica não restrita.

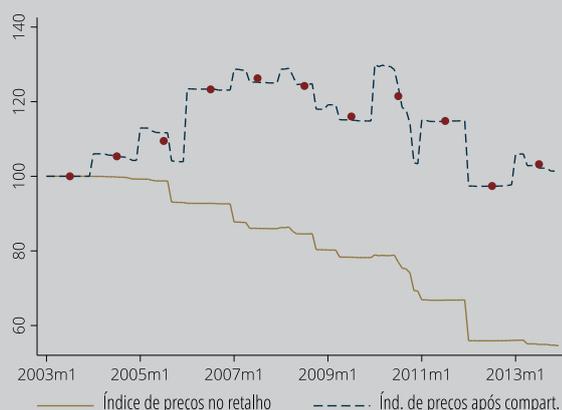
Gráfico 3A • Vendas de medicamentos
| Índices de valor e de quantidades (2003m1 = 100)



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: (a) O índice de quantidades é um índice encadeado obtido a partir de índices mensais, sendo estes últimos de Laspeyres, calculados por referência ao preço no retalho e tomando o mês anterior como período base (o índice de Paasche correspondente apresenta essencialmente a mesma evolução). (b) As quantidades vendidas incluem, a partir de abril de 2013, os subsistemas públicos para além do SNS.

Gráfico 3B • Vendas de medicamentos
| Índices de preços no retalho e de preços após participação (2003m1 = 100)



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: (a) Índices encadeados obtidos a partir de índices mensais, sendo estes últimos de Paasche, tomando o mês anterior como período base. (b) Os preços líquidos de participação consideram unicamente o regime geral do SNS. (c) Os pontos a vermelho são as médias anuais do índice.

No período 2003-2013 verificou-se um crescimento das quantidades vendidas de medicamentos, com uma certa desaceleração a partir de 2011, coincidente com a implementação do Programa de Assistência Económica e Financeira. O crescimento da quantidade de medicamentos dispensados é uma tendência de longo prazo comum à generalidade dos países, e está em linha com o alargamento do espectro de tratamentos de ambulatório disponíveis e os esforços no sentido da sua disponibilização de forma generalizada à população; tal tendência materializa-se em simultâneo com o aumento da longevidade média. Em contraste, os preços no retalho registaram uma redução continuada ao longo do período, refletindo fundamentalmente diversas intervenções legislativas, como por exemplo o impedimento do aumento de preços durante uma parte significativa do período em análise, as reduções administrativas de 2005 e 2007, e a introdução do sistema internacional de preços de referência. Devido à necessidade de controlo orçamental mais premente desde 2010, o legislador incrementou o ritmo e a diversidade de medidas impostas à indústria, acentuando a queda de preços. A redução dos preços no retalho levou a que a variação das vendas em valor se afastasse da variação das quantidades vendidas.

Os preços líquidos de comparticipação tiveram uma evolução diferenciada da evolução dos preços no retalho, oscilando sem tendência definida ao longo do período em análise. A trajetória do indicador relaciona-se com a evolução da comparticipação média (efetiva) do regime geral do SNS (Gráfico 1B)¹³. Esta última regista uma diminuição progressiva até 2006, num momento em que o fenómeno de queda de preços no retalho é ainda diminuto, o que se materializou em aumentos dos preços líquidos de comparticipação. No período entre 2007 e 2009 verificou-se um aumento progressivo das comparticipações, que correspondeu a uma estabilização e posterior queda dos preços líquidos. O ano 2010 registou uma significativa queda das comparticipações que aumentou os encargos para os pacientes, o que foi revertido a partir de 2011, dada a queda significativa dos preços no retalho e alguma recuperação dos níveis de comparticipação.

O gráfico 4 apresenta os índices de quantidades e de preços segundo a partição acima considerada dos medicamentos em três classes, designadamente, medicamentos de marca que concorrem e que não concorrem com genéricos e medicamentos genéricos. O primeiro gráfico indica uma substituição dos medicamentos de marca pelos medicamentos genéricos que com eles concorrem. Os restantes medicamentos de marca registaram, pelo contrário, um acréscimo das quantidades vendidas, acompanhando, em particular, a introdução de terapêuticas inovadoras no sistema. O gráfico 4B mostra que a queda de preços no retalho foi generalizada às três classes de medicamentos consideradas. Como seria de esperar, os preços dos medicamentos de marca que não concorrem com genéricos são os que denotaram maior resistência à descida, dado o seu poder de mercado. Por outro lado, a redução muito acentuada do preço dos medicamentos genéricos sugere que a sua introdução em Portugal já foi capaz de materializar ganhos significativos, resultantes de economias de escala e gama. Enquanto no início deste processo, uma escala diminuta determinava preços por vezes não competitivos no retalho (superiores até aos preços dos medicamentos de marca), que frequentemente eram suportados por diferenciais positivos de comparticipação do SNS, o esforço de sensibilização dos agentes associado ao esforço do legislador de discriminação positiva dos genéricos permitiu baixar significativamente o seu preço.

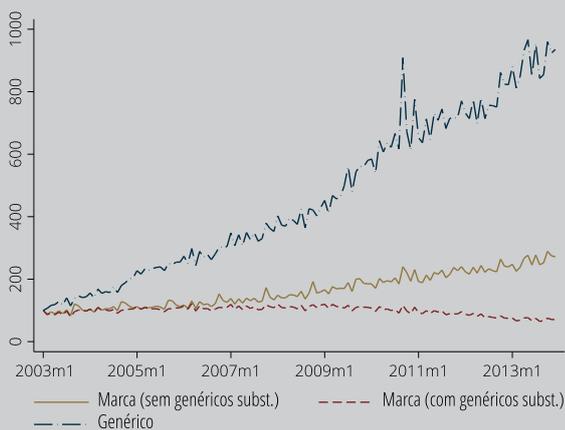
Modelização da procura de medicamentos em Portugal

Impacto dos preços, da estrutura de mercado e dos padrões de prescrição

O medicamento possui um conjunto de especificidades relevantes face a um bem de consumo típico que é necessário considerar na modelização da sua procura. Desde logo, as opções de consumo do paciente são intermediadas e autorizadas por especialistas, nomeadamente o médico e o farmacêutico, e a valorização do bem, dependente dos benefícios que o consumidor é capaz de extrair do seu consumo, é comparativamente mais incerta, dada a heterogeneidade de interações possíveis entre o fármaco e o paciente. Neste contexto, o medicamento é por definição um bem de experiência, cujo consumo depende particularmente do conhecimento acumulado pelo médico e pelo farmacêutico sobre as respetivas propriedades, e pelo paciente em resultado da sua experiência com o fármaco. Assim, diversas características dos fármacos não observadas pelo investigador, mas percecionadas pelos agentes, assumem particular importância.

Ao mesmo tempo, devem-se considerar as intervenções legislativas de regulação do mercado que não operam sobre o sistema de preços, por exemplo, a introdução da prescrição eletrónica obrigatória. Tais intervenções têm um carácter sistémico (na medida em que afetem o mercado como um todo) e originam choques exógenos sobre a procura. Poderão ainda ocorrer outros choques sobre o consumo de fármacos, como uma incidência pontualmente pronunciada de certas doenças, bem como efeitos sazonais. Na análise assume-se que o envelhecimento da população pode ser modelizado como um efeito sistémico, embora este processo não afete o mercado como um todo, pois

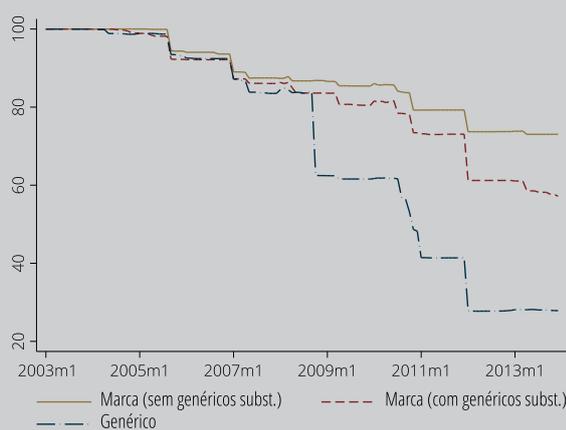
Gráfico 4A • Vendas de medicamentos por classes
| Índices de quantidades (2003m1 = 100)



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: (a) Índices encadeados obtidos a partir de índices mensais, sendo estes últimos de Laspeyres, tomando o mês anterior como período base. (b) As classes de medicamentos de marca têm uma composição estável do princípio ao fim do período, a menos das entradas e saídas do mercado (note-se a diferença relativamente ao quadro 1, em que estes medicamentos são reclassificados quando aplicável). (c) As quantidades vendidas incluem, a partir de abril de 2013, os subsistemas públicos de saúde para além do SNS.

Gráfico 4B • Vendas de medicamentos por classes
| Índices de preços (no retalho, 2003m1 = 100)



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: (a) Índices encadeados obtidos a partir de índices mensais, sendo estes últimos de Paasche, tomando o mês anterior como período base. (b) As classes de medicamentos de marca têm uma composição estável do princípio ao fim do período, a menos das entradas e saídas do mercado (note-se a diferença relativamente ao quadro 1, em que estes medicamentos são reclassificados quando aplicável).

o padrão de incidência de doenças típico da velhice não coincide com o padrão de incidência na população como um todo. De qualquer modo, dado que a análise cobre onze anos, o efeito do envelhecimento da população – um processo de longo prazo – sobre as quantidades consumidas deverá ser limitado. Outra dimensão relevante são os padrões de substituição entre fármacos, acima referidos, entrando-se em linha de conta no modelo com os submercados daí resultantes.

O modelo de procura de medicamentos pode ser resumido na seguinte equação:

$$Quant_{i,t} = \lambda_t + \phi_i + \beta P_{i,t} + \delta M_{i,t} + \eta K_{i,t} + \varepsilon_{i,t},$$

onde *Quant* é o logaritmo da quantidade mensal vendida (da apresentação *i*, no mês *t*). Ao nível dos preços (*P*), foi considerado o logaritmo do preço após comparticipação e o logaritmo do preço médio dos substitutos (apresentações dentro da mesma DCI). Na estrutura de mercado (*M*), foi integrada a quota de genéricos e o número de apresentações na substância ativa. Na evolução do *stock* de conhecimento (*K*), considerou-se uma função polinomial de grau quatro do número de meses desde que o produto foi introduzido no mercado. Considerou-se, finalmente, o efeito-fixo do tempo (λ) e da apresentação (ϕ), por forma a controlar, entre outros, para movimentos anormais da procura, efeitos sazonais, o conhecimento inicial do sistema sobre cada fármaco, e as suas características não observadas.

Dado o enquadramento institucional e normativo do mercado, é possível assumir um contexto de exogeneidade na modelização da procura, pelo que a utilização de um estimador de efeitos-fixos se torna adequada (ver Vilares e Pereira, 2014). Além disso, no sentido de se tomar em consideração a importância de cada patologia no mercado português, e as suas alternativas de tratamento que podem não se cingir a uma única substância ativa, o modelo foi ponderado com recurso à classificação fármaco-terapêutica. Desta forma, considera-se não apenas a importância de cada fármaco no mercado de ambulatório sujeito a receita médica, como também o padrão típico de doenças e a importância relativa de cada fármaco no seu tratamento.

A amostra utilizada inicia-se em janeiro de 2003 e termina em março de 2013, excluindo-se o período posterior à integração de alguns subsistemas públicos na base de dados. Os resultados obtidos no modelo principal quanto ao impacto das variáveis explicativas na quantidade vendida são resumidos no gráfico 5. No gráfico 5A são apresentadas as elasticidades direta e cruzada da procura¹⁴, e o impacto da penetração de genéricos e do número de apresentações na DCI, mantendo as demais variáveis constantes. No gráfico 5B apresenta-se o perfil de evolução das vendas à medida que a antiguidade do medicamento no mercado aumenta.

A estimativa média para a elasticidade direta da procura (-0,71) encontra-se no limiar superior das estimativas apresentadas em estudos anteriores para outros países, apontando para um mercado em que os consumidores são relativamente insensíveis às alterações do preço líquido de comparticipação¹⁵. Especificamente, um aumento do encargo do paciente em 1 por cento implica, em média, uma queda da quantidade transacionada de 0,71 por cento. Tal resultado é expectável dada a natureza essencial do bem, o seu peso moderado no orçamento dos pacientes, em parte devido à relevância dos copagamentos do SNS (Granlund, 2007), e a existência de persistência nos padrões de prescrição (que permite diminuir a incerteza face à interação específica paciente-medicamento – Coscelli *et al.* 2004). Também é possível, em linha com Ellison *et al.* (1997), que o desconhecimento dos médicos face ao preço dos fármacos, e a consequente exclusão deste fator nesta fase da cadeia de decisão, possa justificar tal resultado. A intervenção legislativa tem procurado mitigar este aspeto, designadamente através da inclusão do preço mínimo dos medicamentos nas próprias receitas médicas.

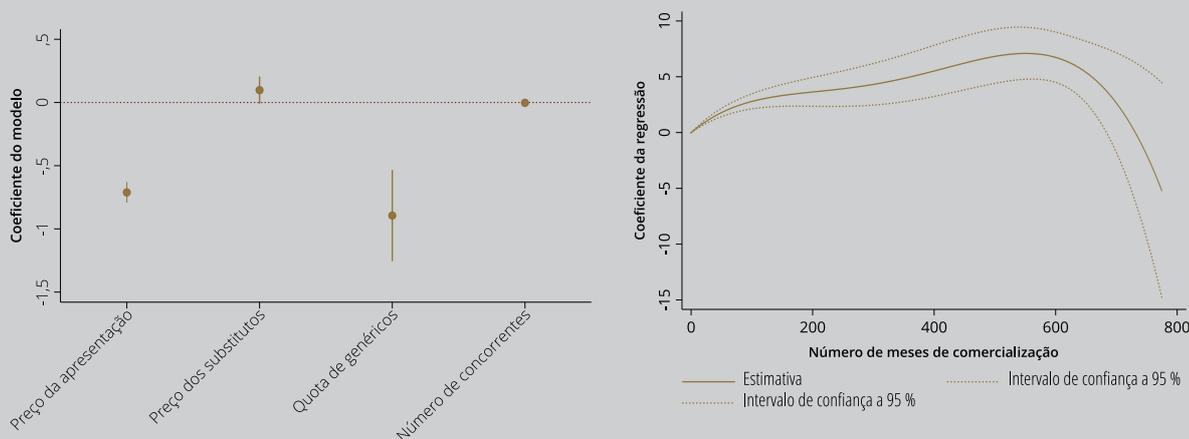
A evidência obtida permite desde já inferir que num potencial contexto de reduções dos preços no retalho, em que o SNS não internalize os ganhos inerentes, não se perspetivam incrementos

significativos da procura. Igualmente, aumentos de preço líquidos, por exemplo, originados em quedas das comparticipações, como as verificadas em 2010, não parecem colocar em causa, em termos médios e de forma significativa, a acessibilidade dos utentes ao mercado. Por outro lado, a elasticidade cruzada da procura aponta para uma substituição diminuta de medicamentos devido a alterações dos preços relativos dentro da substância ativa, reforçando a evidência em torno de um padrão de consumo relativamente inelástico. Na leitura destes resultados deve-se todavia fazer a ressalva de os dados terem limitações no que respeita ao cálculo do preço líquido de comparticipações (secção “A base de dados do mercado português do medicamento”).

Relativamente à estrutura de mercado, a penetração de genéricos em vendas na DCI tende a estar associada, em média, a um menor consumo de cada apresentação substituída, mantendo as demais características inalteradas. Tal realidade aponta para o efeito da concorrência de genéricos, ao transformar o monopólio legal vigente num oligopólio ou em concorrência monopolística, algo que é mais evidente à medida que os novos medicamentos penetram o mercado. Paralelamente, este resultado pode refletir também a dinâmica de substituição de medicamentos mais antigos por inovadores. Neste sentido, os medicamentos que se encontram há mais tempo no mercado, além de tenderem a competir com os genéricos, podem conter substâncias ativas que em larga medida já não se encontram na fronteira do conhecimento biomédico e, conseqüentemente, tendem a ser substituídas por outras com melhores resultados terapêuticos.

A mesma ideia transparece da análise do impacto do período de comercialização. Se por um lado, como teoricamente esperado, um medicamento necessita de um período inicial de comercialização para se tornar uma referência nos padrões de prescrição, a partir de certo ponto, este tende a perder quota de mercado em benefício dos seus genéricos e de substâncias ativas capazes de aumentar a eficácia dos tratamentos, ou mitigar potenciais efeitos secundários. Na leitura da maturidade estimada para o pico de vendas de um medicamento – cerca de 50 anos – deve-se, contudo, ter em consideração que uma parte do período amostral não é afetada por fenómenos

Gráficos 5A e 5B • Impactos das variáveis explicativas



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: (a) No gráfico 5A, os coeficientes referentes ao preço da apresentação, ao preço dos substitutos e à quota de genéricos indicam, respetivamente, as variações percentuais da quantidade procurada, se as duas primeiras variáveis aumentarem em um por cento, e a terceira em um ponto percentual. No caso do número de concorrentes, o coeficiente multiplicado por cem indica a variação percentual da quantidade procurada, se for introduzida uma apresentação adicional na DCI. (b) O gráfico 5B mostra a evolução da quantidade vendida (em logaritmos), em função do número de meses de comercialização.

relativamente recentes como a difusão dos genéricos, que tenderão a encurtar aquela maturidade. Finalmente, no que respeita ao número de apresentações em determinada DCI, regista-se um efeito não significativo. Potencialmente, este resultado revela a importância dos padrões de prescrição, dado que a mera introdução administrativa de uma apresentação, fixando os demais fatores (designadamente a proporção de genéricos na DCI), não garante *per se* alterações significativas da quantidade vendida das apresentações substitutas.

Impacto das características do medicamento

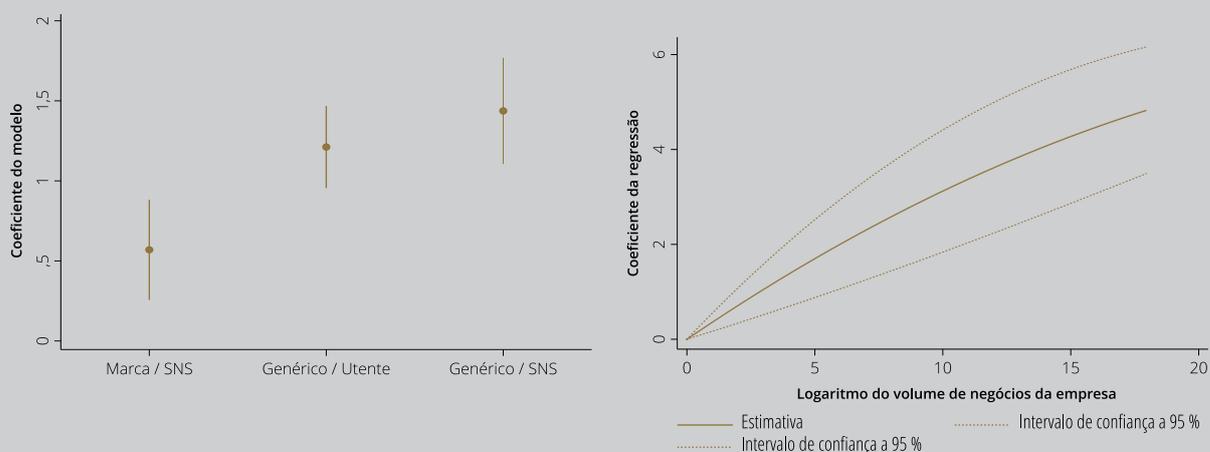
Numa segunda fase de modelização, obtida a estimativa do impacto das características permanentes da apresentação, isto é, do efeito-fixo da apresentação na equação acima ($\hat{\phi}_i$), procurou-se determinar o impacto na procura de algumas destas características que são observáveis (O_i). Considerou-se a quota de mercado da farmacêutica, a entidade que assume a maior parte de despesa, a classificação do medicamento como genérico ou de marca e, como variável de controlo, a dimensão da embalagem¹⁶. Os efeitos-fixos da DCI (φ_m), da forma farmacêutica (η_f) e da dosagem (ξ_d) foram também incluídos como controlos. Assim, estimou-se a seguinte equação:

$$\hat{\phi}_i = \varphi_m + \eta_f + \xi_d + \gamma O_i + v_i.$$

Relativamente às estimativas dos impactos marginais das características permanentes dos medicamentos, obtidas na segunda fase da modelização da procura (Gráficos 6A e 6B) ressaltam três resultados significativos.

Em primeiro lugar, em média, fixando todos os determinantes da procura incluídos na primeira e segunda fase de modelização, o utente tende a adquirir mais genéricos do que medicamentos de marca, o que aponta para um mercado onde a eventual desconfiança face aos genéricos se encontra em remissão, independentemente de quem assume a maioria da despesa. Em segundo

Gráficos 6A e 6B • Impactos das características permanentes da apresentação



Fonte: Cálculos dos autores

Notas: (a) No gráfico 6A, o grupo de controlo consiste nos medicamentos de marca maioritariamente pagos pelo paciente. O coeficiente multiplicado por cem indica a variação percentual da quantidade procurada face a este grupo de medicamentos. (b) O gráfico 6B mostra a evolução da quantidade vendida, em função do volume de negócios da empresa (ambos em logaritmos).

lugar, os pacientes tendem a ter uma maior propensão para consumir os medicamentos que são maioritariamente pagos pelo SNS. Tal facto pode dever-se a um sistema de comparticipação em que o SNS assume uma maior fatia da despesa em medicamentos destinados a quadros clínicos mais graves, onde a toma dos fármacos é mais fundamental, e resulta numa utilidade superior para o paciente¹⁷. Por último, regista-se um crescimento da quantidade vendida, a um ritmo decrescente, com o aumento do volume de negócios da farmacêutica. Tal evidência indica a possibilidade de retornos positivos de despesas de publicidade, naturalmente maiores em empresas com quotas de mercado superiores.

Conclusões

Este artigo acompanha os principais desenvolvimentos do mercado de medicamentos de ambulatório em Portugal ao longo da última década, com enfoque no estudo empírico das determinantes da procura. Várias conclusões resultam do artigo. Por um lado, verificou-se um crescimento contínuo das quantidades transacionadas, embora com alguma desaceleração no período recente. Esta tendência está associada ao progresso científico e ao esforço de provisão generalizada de fármacos à população, e emerge também como causa e consequência do aumento da longevidade média. Por outro lado, desde 2005, tem-se verificado uma queda continuada dos preços no retalho, conseguida através de um incremento significativo da intervenção legislativa no mercado, e que inicialmente atenuou a progressão do valor das vendas, e nos últimos anos permitiu mesmo a sua queda.

Deste modo, as políticas do medicamento implementadas a partir de meados da década passada, e de forma mais marcada no período recente, parecem ter conseguido um controlo da despesa com medicamentos dispensados em ambulatório sem pôr em causa o nível da sua provisão. Neste processo, tem assumido um papel importante a forte expansão dos genéricos no mercado português, na medida em que as reduções de preços mais significativas foram registadas nos submercados de substâncias ativas onde os genéricos estão presentes. A ação legislativa ao longo da última década, tendo incidido principalmente sobre os preços no retalho, traduziu-se numa diminuição dos valores das rendas auferidas pelos agentes económicos do setor (essencialmente em benefício do SNS). Considerando o período como um todo, não se deteta uma tendência de aumento do preço suportado pelo paciente¹⁸.

Numa análise comportamental dos consumidores, as estimativas médias de elasticidades da procura, indicam que os pacientes são relativamente pouco reativos a alterações dos preços, em linha com o limiar superior das estimativas obtidas em estudos para outros mercados. Deste modo, as variações de preços não tenderão a implicar alterações importantes na quantidade procurada. Em consequência, medidas destinadas a incentivar o consumo de determinados fármacos baseadas meramente em diferenciais de preço tenderão a registar um impacto reduzido dado o padrão rígido de consumo estimado, e poderão ser menos eficientes do que medidas incidindo sobre o comportamento dos prescritores (por exemplo, o aprofundamento da adoção de linhas de orientação médicas e da monitorização dos padrões de prescrição, à semelhança do implementado ao nível europeu).

Neste campo, conclui-se que a resistência à prescrição de genéricos se tem atenuado progressivamente, sendo que, em condições de equivalência, os prescritores já induzem o consumidor a adquirir preferencialmente genéricos. Além disso, é expectável que a continuação da penetração deste segmento de mercado passe sobretudo pelo incremento dos submercados de substâncias ativas com genéricos (que são ainda uma minoria), e não tanto pela substituição de medicamentos de marca por genéricos nos submercados onde estes últimos já entraram. Naturalmente, todo este processo é condicionado, entre outros fatores, pelas barreiras à entrada com origem nas

patentes, que visam assegurar à indústria farmacêutica o necessário retorno ao investimento em investigação e desenvolvimento.

No futuro, num cenário de contínuo crescimento das quantidades consumidas, existe incerteza sobre até que ponto será possível o prosseguimento do controlo da despesa centrado na combinação da análise da oferta de tratamentos com a revisão do seu preço e do lucro dos operadores do mercado. Quando tal não for possível, a pressão sobre as contas públicas poderá obrigar a uma maior passagem de custos para os pacientes através da queda das comparticipações.

Referências

- Barros P.**, 2012, "Pharmaceutical market reforms in Portugal under the Memorandum of Understanding", *Eurohealth Systems and Policies* 18(1).
- Barros P.**, 2013, "Aspetos económicos da escolha do sistema de comparticipação de medicamentos", mimeo.
- Brandt L.**, 2013, "Price tagging the priceless: international reference pricing for medicines in theory and practice", *Policy Briefs* 4.
- Cabrales A. e Martín S.**, 2013, "The determinants of pricing in pharmaceuticals: are us prices really high?", *Health Economics* 22: 1377-1397.
- Carone G., Schwierz C. e Xavier A.**, 2012, "Cost-containment policies in public pharmaceutical spending in the EU", *European Commission Economic Papers #461*.
- Clark A. e Kinney E.**, 2004, "Provisions for health and healthcare in the Constitutions of the countries in the World", *Cornell International Law Journal* 285.
- Contoyannis P., Hurley J., Grootendorst P., Jeon S. e Tamblyn R.**, 2005, "Estimating the price elasticity of expenditure for prescription drugs in the presence of non-linear price schedules: an illustration from Quebec", *Canada, Health Economics* 14(9): 909-923.
- Coscelli A. e Shum M.**, 2004, "An empirical model of learning and patient spillovers in new drug entry", *Journal of Econometrics* 122: 213-246.
- Vilares H. e Coutinho Pereira M.**, 2014, "Pharmaceuticals demand and public expenditure control in Portugal", forthcoming.
- European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations**, 2013, "The pharmaceutical industry in figures", mimeo.
- Ellisson P., Stern S. e Trajtenberg M.**, 1999, "Patient welfare and patient compliance: an empirical framework for measuring the benefits from pharmaceutical innovation", *working paper NBER 6890*.
- Fiorio C. e Siciliano L.**, 2008, "The demand for pharmaceuticals: evidence from Italy", mimeo.
- Granlund**, 2007, "Are private physicians more likely to veto generic substitution of prescribed pharmaceuticals?", *HUI working paper 14*.
- Kim D.**, 2009, "Price regulation of pharmaceuticals: a policy experiment", mimeo.
- Merino-Castelló, A.**, 2003, "Demand for prescription drugs: a choice modeling experiment", PhD thesis – Universitat Pompeu Fabra.
- Vogler S., Zimmermann N., Leopold C. e Joncheere K.**, 2011, "Pharmaceutical policies in European countries in response to the global financial crisis", *Southern Med Review* 4(2): 22-32.

Notas

1. Os autores agradecem ao Informed o trabalho de preparação dos dados e os valiosos contributos e esclarecimentos, sem os quais o presente artigo não teria sido exequível. Os autores estão ainda gratos pelos comentários e sugestões de Ana Soares, João Amador, José Ferreira Machado, Jorge Correia da Cunha, Pedro Portugal, Nuno Alves e Rafael Barbosa. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros ou omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

2. Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

3. Este tipo de avaliação (designado por *Health-technology assessment*), utilizado na maioria dos países europeus, pretende garantir que o preço de cada fármaco representa o seu verdadeiro benefício marginal para a população face à oferta já existente, e que apenas fármacos com

garantida eficiência terapêutica, e com um preço relativo adequado, se encontram disponíveis para administração (ver Carone *et al.* 2012, para uma discussão aprofundada).

4. A existência de sistemas de preços de referência externos de forma tão disseminada na União Europeia torna, na prática, os preços aprovados para a maioria dos países uma função dos preços verificados nos poucos países que não seguem esta abordagem. No entanto, as diferentes fórmulas de cálculo e escolhas de países-âncora originam alguma heterogeneidade dos preços no retalho entre Estados-Membros.

5. Na ausência de um genérico no grupo homogéneo, a comparticipação a aplicar é diretamente a comparticipação indicativa.

6. Desde 2010, o Estado comparticipa os medicamentos no valor da comparticipação aplicável à média dos cinco medicamentos com preço mais baixo dentro do mesmo grupo homogéneo. Assim, os medicamentos com um preço inferior ao preço de referência vêem a sua comparticipação efetiva exceder a comparticipação indicativa, ocorrendo o inverso no caso de um preço superior. O paciente assume o diferencial entre o preço do medicamento em causa e o preço de referência em vigor no grupo homogéneo. Antes de 2010, para medicamentos com preço no retalho inferior ao preço de referência, a comparticipação atribuída pelo Estado era a compatível com a comparticipação indicativa.

7. O preço de referência era anteriormente dado pelo preço do genérico mais caro no grupo homogéneo.

8. Neste contexto, um painel não balanceado significa que as apresentações de medicamentos podem constar na base de dados por um período inferior ao do próprio painel, resultado da sua entrada no mercado num momento posterior a janeiro de 2003, e/ou da sua saída do mercado num momento anterior a dezembro de 2013. Desta forma, não se impõe que as apresentações analisadas tenham que constar na base de dados durante todo o período analisado.

9. As observações inicialmente disponíveis sobre os preços no retalho são as referentes aos momentos de extração da base de dados (finais de ano e diversos meses adicionais ao longo do período, coincidindo com alterações transversais de preços), dispondo-se ainda de informação sobre a última revisão daquela variável. Com base nestes elementos, realizou-se a imputação dos preços para os meses em falta.

10. Os dois termos são aqui tomados como sinónimos, embora possam diferir do ponto de vista técnico, devido a questões legais associadas a registos de patentes.

11. Os grupos homogéneos são formados por apresentações (incluindo genéricos e medicamentos de marca) que partilham a substância ativa, a forma farmacêutica, a via de administração, a dosagem e a dimensão da embalagem.

12. Também não é de excluir que o perfil da procura, a atuação dos operadores do mercado, o processo de produção ou, eventualmente, a interação entre os potenciais produtores de genéricos e os incumbentes, conduzam os primeiros a não entrarem nos submercados de determinadas substâncias ativas, ainda que não protegidos por patentes.

13. Recorde-se que os dados utilizados não abrangem as comparticipações especiais do SNS, o que também não permite uma avaliação completa do fenómeno em causa.

14. Entende-se por elasticidades direta e cruzada, o impacto percentual na quantidade procurada da variação em 1 por cento, respetivamente, do preço da apresentação, e da média do preço das apresentações substitutas.

15. Ver Vilares e Pereira (2014) para uma discussão mais detalhada de outros estudos com resultados sobre a sensibilidade da procura ao preço.

16. Nesta modelização, dada a possibilidade de existência de relações não lineares nas variáveis, adotou-se uma formulação polinomial de segundo grau para a quota de mercado da farmacêutica, e uma formulação polinomial do terceiro grau para a dimensão da embalagem. Pelo mesmo motivo de flexibilidade do modelo, considerou-se o efeito cruzado entre a entidade que assume a maior parte da despesa e a categoria do medicamento. Mais detalhes encontram-se em Vilares e Pereira (2014).

17. Lembra-se que o facto se considerar, na primeira fase da estimação, o preço após comparticipação como regressor, faz com que a análise compare dois medicamentos com o mesmo preço no consumidor. Assim, um medicamento em que o consumidor assume a maioria da despesa é na globalidade mais barato, enquanto um medicamento em que o SNS assume a maioria da despesa é na globalidade mais caro. O paciente paga o mesmo em ambos os casos.

18. Limitações da base de dados impedem todavia uma avaliação plena deste aspeto.

Reformas estruturais na área do euro¹

Sandra Gomes²

RESUMO

O tema deste artigo são reformas estruturais, isto é, medidas (de política) com o objetivo de potenciar o lado da oferta de uma economia. Em particular, o artigo centra-se na área do euro. A necessidade de reformas estruturais na área do euro não é nova mas a crise financeira tornou a necessidade de ação mais urgente. O artigo revê os principais resultados na

literatura económica baseada em modelos estruturais de equilíbrio geral no que se refere ao impacto macroeconómico destas reformas. É também abordada a questão da relação entre reformas estruturais e política monetária, nomeadamente quando as taxas de juro nominais estão no seu limite inferior.

Introdução

Este artigo é sobre reformas estruturais, isto é, medidas (de política) com o objetivo de potenciar o lado da oferta de uma economia. Este tipo de medidas tem estado na agenda política há vários anos, nomeadamente devido ao fraco desempenho económico de diversos países da área do euro quando comparado com o de outras economias avançadas como os EUA. Apesar de este tipo de medidas em geral enfrentar oposição forte de alguns setores da sociedade, nos últimos anos tem sido feito algum progresso mas ainda existe necessidade de melhorias.

O artigo revê os principais resultados da literatura económica no que se refere aos efeitos macroeconómicos de reformas estruturais do lado da oferta. Estas reformas certamente poderão levar a um aumento do crescimento potencial de uma economia. No entanto, nos modelos usados neste tipo de literatura o crescimento de longo prazo de uma economia é exógeno pelo que os modelos usados ainda não nos podem ajudar a compreender como estas reformas poderão levar a um maior crescimento potencial. Nestes modelos, as reformas estruturais ao alargarem a oferta de uma economia permitem um aumento permanente do nível de variáveis macroeconómicas como o PIB, consumo ou emprego.

De seguida a necessidade de reformas estruturais na área do euro será motivada. Depois serão apresentados os principais resultados na literatura económica com base em modelos estruturais. Finalmente, a relação entre reformas estruturais e política monetária será abordada e serão feitas algumas considerações finais.

A necessidade de reformas estruturais na área do euro

Nas últimas décadas a área do euro tem apresentado um desempenho económico mais fraco do que outras economias desenvolvidas. Por exemplo, no período 1980-2013, o crescimento médio anual da área do euro situou-se em 1,7 por cento, o que compara com 2,7 por cento nos EUA (Gráfico 1)³. Conforme salientado pela Comissão Europeia (2010), isto tem sido o resultado de desenvolvimentos diferenciados da produtividade associados a diferentes estruturas de negócio, níveis de investimento em Investigação e Desenvolvimento e inovação, uso insuficiente de tecnologias de informação e comunicação, barreiras no acesso a mercados, e, em geral, um ambiente de negócios menos dinâmico (também FMI (2010)). O crescimento económico mais fraco

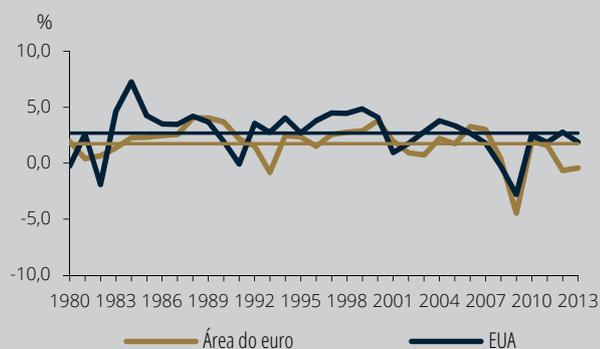
tem levado um diferencial nos níveis do PIB *per capita* da área do euro face a outras economias desenvolvidas, nomeadamente os EUA (Gráfico 2). O mais baixo nível do PIB *per capita* na área do euro resulta não apenas de menor produtividade na área do euro mas também de subutilização do trabalho (FMI (2010) e Barkbu, Rahman e Valdés (2012)). Por exemplo, Mourre (2009) mostra que a menor utilização do fator trabalho explicava cerca de 2 terços do diferencial do nível do PIB *per capita* entre a área do euro e os EUA em 2006⁴.

Não sendo nova a necessidade de ação, esta tornou-se ainda mais urgente com a recente crise financeira global (e subsequente crise de dívida soberana) que levou a perdas permanentes do PIB. Embora a medição do PIB potencial (de longo prazo) seja extremamente difícil dado que esta é uma variável que não é diretamente observada, de acordo com estimativas da Comissão Europeia o crescimento do PIB potencial na área do euro caiu de perto de 2 por cento nos anos antes da crise para cerca de 0,5 por cento (Gráfico 3).

Organizações internacionais como a Comissão Europeia, o Fundo Monetário Internacional (FMI) ou a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) têm frequentemente salientado a necessidade de introduzir reformas estruturais em países Europeus, isto é, medidas de política com o objetivo de alterar o enquadramento institucional e constrangimentos ao funcionamento de mercados. Ao melhorar o funcionamento de mercados e aumentar a flexibilidade, estas reformas melhoram a capacidade de oferta de uma economia e consequentemente o PIB potencial e emprego⁵. De facto, este foi um dos principais objetivos da Estratégia de Lisboa para o Crescimento e Emprego do Conselho Europeu e é também uma característica importante da estratégia Europa 2020 que se seguiu (ver por exemplo Comissão Europeia (2010, 2014)).

A quantificação do grau de flexibilidade nos mercados de produto e de trabalho apresenta diversos desafios. A OCDE produz um conjunto de indicadores qualitativos que se centram fundamentalmente na legislação. Uma regulação excessiva pode constituir um impedimento ao funcionamento de um mercado ao restringir a entrada, regulamentar a formação de preços entre outras razões, dando poder de mercado às empresas. No que se refere ao mercado de produto, os Índices de Regulação no Mercado do Produto (*Product Market Regulation – PMR*) avaliam a regulamentação nestes mercados através da intervenção do Estado nos mercados, barreiras ao

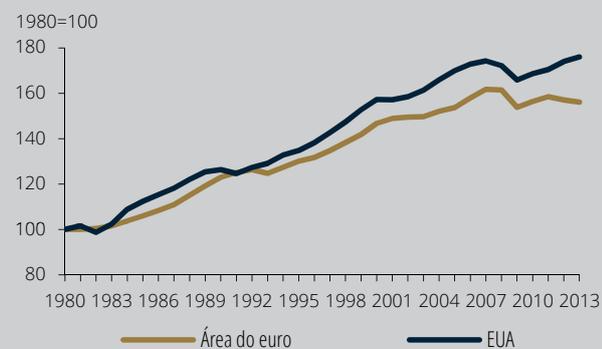
Gráfico 1 • Crescimento do PIB real



Fontes: Base de dados AMECO da Comissão Europeia e cálculos do autor.

Nota: As linhas horizontais correspondem às médias no período.

Gráfico 2 • PIB *per capita*



Fontes: Base de dados AMECO da Comissão Europeia e cálculos do autor.

estabelecimento de empresas e barreiras ao comércio internacional e investimento. No que se refere ao mercado de trabalho, os Índices de Proteção no Emprego (*Employment Protection Legislation – EPL*) medem a proteção no emprego para diferentes tipos de contratos. Entre 1998, 2003 e 2008, a maior parte dos países Europeus apresentou uma evolução favorável destes indicadores (Gráficos 4 a 6)⁶. No entanto, a maior parte destes países continua a regular de forma mais rígida do que os EUA. Entre os países da área do euro, existe uma considerável heterogeneidade.

Embora a necessidade de reformas estruturais esteja em cima da mesa há vários anos, a sua implementação tem frequentemente a oposição da sociedade. Isto está em grande medida relacionado com o facto de a distribuição agregada de custos e benefícios de reformas estruturais não ser uni-

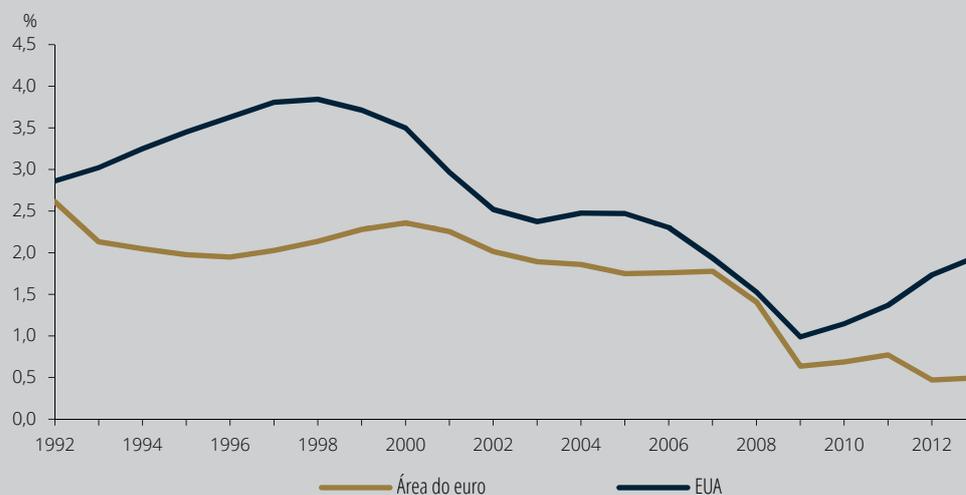


Gráfico 3 •
Crescimento
do PIB potencial
desde os anos 90

Fontes: Base de dados AMECO da Comissão Europeia e cálculos do autor.

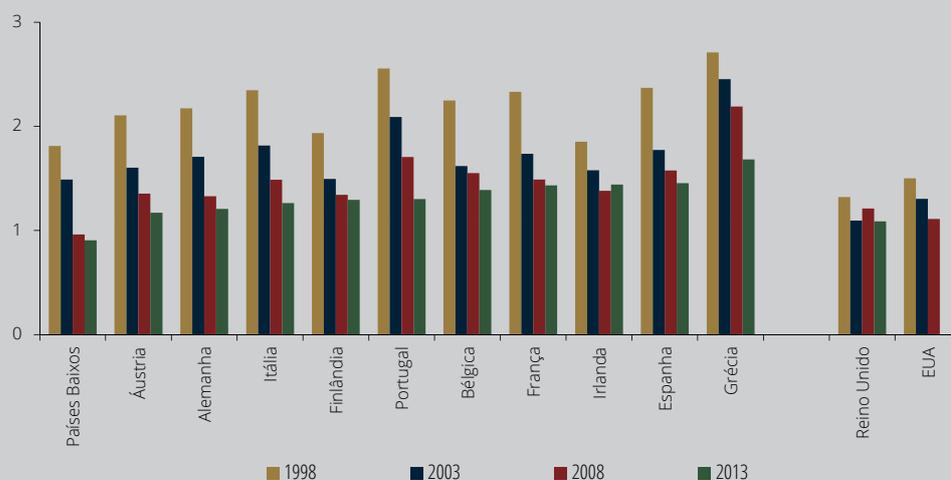


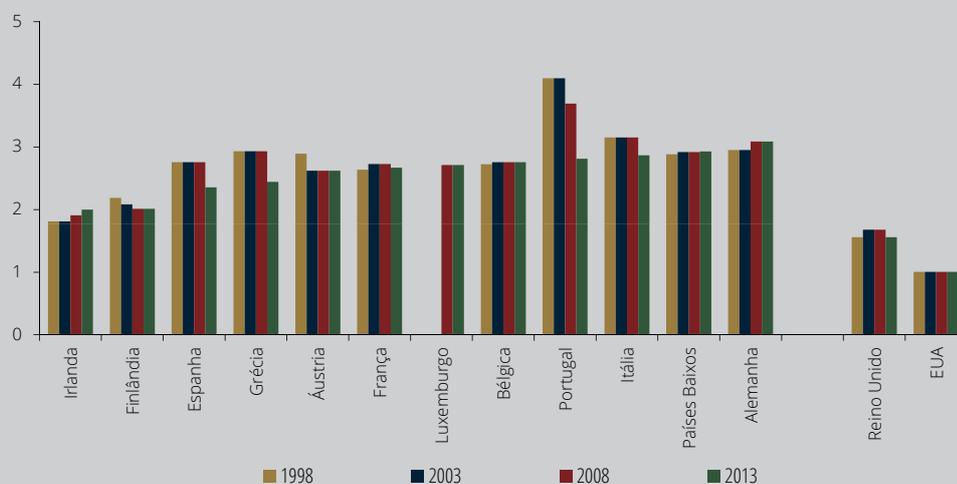
Gráfico 4 •
Índice
de regulação
no mercado
de produto

Fonte: OCDE.

Nota: O indicador varia entre 0 e 6. Um valor mais alto indica regulação mais rígida.

forme quer ao nível dos setores económicos quer em termos temporais. Reformas abrangentes de forma a aumentar a perceção de uma distribuição equitativa de custos e benefícios na sociedade provavelmente terão maior probabilidade de sucesso. Existe também alguma evidência de um maior avanço na implementação de reformas estruturais em situações económicas difíceis, nomeadamente períodos de crise ou períodos prolongados de estagnação ou mesmo contração da atividade (veja-se por exemplo Drazen e Easterly (2001) ou Høj, Galasso, Nicoletti e Dang (2006)). De facto, na sequência da recente crise financeira (e da crise de dívida soberana) tem havido um esforço considerável de implementação de reformas (para um sumário das reformas implementadas entre 2010 e 2012 em países do sul da Europa veja-se a tabela 2 em Barkbu, Rahman e Valdés (2012)).

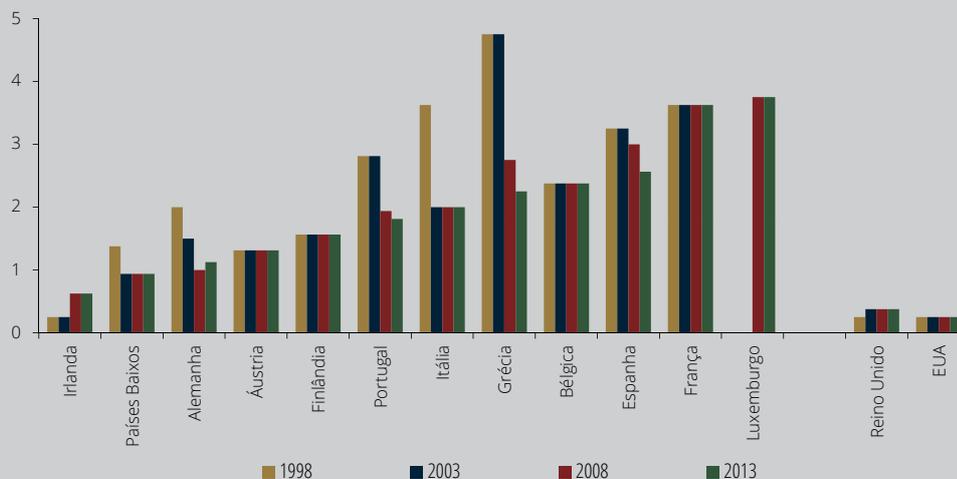
Gráfico 5 •
Rigidez na
proteção no
emprego –
despedimentos
individuais e
coletivos
(contratos
regulares)



Fonte: OCDE.

Nota: O indicador varia entre 0 e 6. Um valor mais alto indica regulação mais rígida.

Gráfico 6 •
Rigidez na
proteção no
emprego –
trabalho
temporário



Fonte: OCDE.

Nota: O indicador varia entre 0 e 6. Um valor mais alto indica regulação mais rígida.

O impacto macroeconómico de reformas estruturais

Nesta secção procede-se a uma revisão da evidência sobre o potencial impacto macroeconómico de reformas estruturais. Para o fazer é necessário avaliar o impacto de alterações de certas características estruturais em alguns setores económicos, em particular de alterações do nível de concorrência nos mercados de serviços e de trabalho. É também necessário compreender como estas alterações se transmitem ao resto da economia e em que medida isto depende de outras características estruturais da economia. Neste contexto, é necessário recorrer a evidência baseada em modelos de equilíbrio geral, uma vez que modelos de equilíbrio parcial não permitem conclusões sobre efeitos macroeconómicos agregados. Assim, nesta secção será principalmente revista a literatura com base nos chamados modelos dinâmicos de equilíbrio geral⁷. Exemplos destes modelos usados em instituições internacionais e de política são o *Global Economy Model (GEM)* e o *Global Integrated Monetary and Fiscal model (GIMF)* do FMI, o modelo QUEST da Comissão Europeia, o *New Area Wide Model (NAWM)* desenvolvido no Banco Central Europeu (BCE) e o *Euro Area Global Economy Model (EAGLE)* desenvolvido por uma equipa de especialistas do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC)⁸.

A literatura que investiga os benefícios macroeconómicos de reformas que aumentam o nível de concorrência nos mercados de produto e trabalho com base em modelos estruturais é vasta. Estes modelos assentam num enquadramento de concorrência monopolística. Em particular, nos mercados de produto / trabalho existe uma variedade de produtos / tipos de trabalho que não são substitutos perfeitos. Em consequência, as empresas / famílias têm algum poder de mercados que lhes permite extrair uma renda face à situação de concorrência perfeita, ou seja é cobrado um excedente (*markup*) em relação a essa situação e a produção / oferta de trabalho são restringidos. As reformas estruturais são frequentemente modelizadas em termos de um aumento do grau de concorrência em vários mercados, por exemplo pela redução de barreiras à entrada. Para estudar o efeito de reformas estruturais, estes estudos apresentam simulações de uma redução destas rendas (*markups*) na formação de preços e salários (que nestes modelos estão inversamente relacionadas com a elasticidade da procura)⁹. Apesar de esta formalização ser bastante estilizada, permite-nos pensar de forma estruturada sobre as reformas. Abaixo vamos salientar os principais resultados destes estudos.

A evidência na literatura baseada em modelos estruturais em geral suporta a ideia de que reformas estruturais têm benefícios no longo prazo, nos países que introduzem estas reformas, nomeadamente em termos de um nível acrescido de PIB e emprego. Para ilustrar a magnitude destes efeitos macroeconómicos nos mercados de serviços e de trabalho nós iremos focar-nos principalmente nos resultados de Gomes, Jacquinet, Mohr e Pisani (2011, 2013).

Gomes *et al.* (2011, 2013) simulam reformas que aumentam o nível de concorrência nos mercados de serviços e de trabalho no modelo EAGLE. Este é um modelo da área do euro na economia global, havendo dois blocos na união monetária. Neste trabalho, são usadas duas calibrações deste modelo. Em particular, a área do euro é constituída pela Alemanha e o resto da área do euro ou, em alternativa, por Portugal, uma economia de menor dimensão, e o resto da área do euro. Estas duas economias também diferem em termos da sua exposição comercial face ao resto da área do euro e outros blocos no modelo (nomeadamente os EUA e o resto do mundo). Aqui iremos focar-nos principalmente nos resultados para a Alemanha mas os resultados para Portugal também serão reportados.

Tal como descrito acima, o modelo EAGLE baseia-se num enquadramento de concorrência monopolística nos mercados de serviços e de trabalho. Portanto, as reformas são modelizadas como alterações permanentes dos *markups* nestes mercados. Antes das reformas estruturais, os *markups*

nos mercados de serviços e trabalho são mais altos na área do euro do que nos EUA e o *markup* no mercado de serviços é mais alto do que no mercado de trabalho¹⁰. Ou seja, o grau de concorrência é particularmente baixo no setor dos serviços. Nas simulações os *markups* são reduzidos em 15 p.p. gradualmente ao longo de 5 anos até atingirem um nível permanentemente mais baixo. Esta alteração aproxima os níveis de concorrência na área do euro dos existentes nos EUA.

Uma redução de 15 p.p. dos *markups* no setor de serviços alemão resulta num aumento do PIB de longo prazo na Alemanha de 4,4 por cento (Quadro 1). O mesmo tipo de reformas leva a um aumento de 3,6 por cento do PIB português no longo prazo. A redução dos *markups* no setor dos serviços leva a uma expansão da oferta de serviços. Consequentemente, as empresas aumentam a procura de fatores produtivos, nomeadamente trabalho e capital. Assim, as horas trabalhadas e o salário real aumentam (Quadro 1). Salários reais mais altos e preços mais baixos favorecem o aumento do consumo. O aumento da oferta de serviços no país que implementa a reforma leva a uma depreciação da taxa de câmbio real multilateral e a uma deterioração dos termos de troca multilaterais. Os efeitos no resto da área do euro (não apresentado no Quadro 1) são positivos mas de pequena dimensão dado que o setor de serviços é não transacionável e dado que a dimensão da Alemanha no mundo é relativamente pequena. Isto é ainda mais importante no caso de Portugal. As simulações para Portugal mostram o mesmo tipo de movimentos nos preços relativos, ou seja os termos de troca deterioram-se e a taxa de câmbio real deprecia, embora menos. Logo, as exportações aumentam menos que no caso alemão e as importações aumentam mais. No caso português, a depreciação cambial tem um maior impacto no consumo das famílias porque o peso de bens importados no cabaz de consumo é maior. Logo, o consumo em Portugal aumenta menos que no caso alemão.

Quadro 1 • Impacto macroeconómico de longo prazo no país que implementa reformas

	Alemanha				Portugal			
	Serviços	Trabalho	Serviços e trabalho	Área do euro	Serviços	Trabalho	Serviços e trabalho	Área do euro
PIB real	4,39	4,27	8,83	9,19	3,62	4,02	7,77	8,59
Consumo	1,76	3,74	5,56	6,28	1,47	3,52	5,04	6,39
Investimento	7,14	3,55	10,92	11,87	4,81	2,79	7,71	9,97
Horas trabalhadas	3,07	4,63	7,83	7,91	2,55	4,59	7,26	7,40
Salário real	7,47	-0,79	6,60	7,25	6,20	-0,99	5,12	6,32
Exportações	1,08	3,85	4,97	5,65	0,86	3,84	4,73	5,71
Importações	0,56	2,18	2,74	4,63	1,01	2,25	3,28	6,06
Taxa de câmbio real	6,70	1,06	7,81	4,43	5,87	1,03	6,95	1,80
Termos de troca	0,45	1,60	2,06	1,02	0,35	1,52	1,87	0,26

Fonte: Gomes *et al.* (2011).

Notas: A taxa de câmbio real de uma região é definida como o rácio dos IPC externos face ao doméstico, ambos em moeda nacional. Um aumento representa uma depreciação. Os termos de troca de uma região são o rácio dos preços de importação e exportação, ambos expressos em moeda nacional. Um aumento corresponde a uma deterioração.

O mesmo tipo de reformas no mercado de trabalho leva a um aumento do PIB de longo prazo na Alemanha de 4,3 por cento (Quadro 1) (4,0 por cento em Portugal). O aumento da oferta de trabalho pressiona em baixa o salário real. Logo, em contraste com a reforma no setor dos serviços de dimensão idêntica, os salários reais diminuem. As empresas têm um maior incentivo em

usar trabalho que é agora mais barato e em consequência o emprego aumenta. Os salários reais mais baixos levam a uma redução dos custos de produção da economia como um todo, isto é quer no setor dos serviços quer no de bens, favorecendo uma redução de preços e logo induzindo um ganho de competitividade. As exportações aumentam. Os termos de troca alemães apresentam uma deterioração e a taxa de câmbio real deprecia (embora menos do que no caso do setor dos serviços porque o preço relativo dos serviços, que constituem uma grande parte do cabaz de consumo, diminuem menos). A expansão da procura interna, em particular do consumo, juntamente com uma redução da taxa de câmbio real levam também a um aumento das importações.

Estes resultados estão em linha com outros contributos na literatura que analisa países da área do euro. Everaert e Schulle (2008) usam o GEM e encontram um impacto positivo de reformas nos mercados de produto e de trabalho em diversas variáveis macroeconómicas na França e na Bélgica; Forni, Gerali e Pisani (2009), num modelo de dois países da área do euro, e Lusinyan e Muir (2013), usando o modelo GIMF, mostram ganhos substanciais de reformas nos mercados de produto e trabalho em Itália. Resultados idênticos são documentados para a Grécia em Maliszewski (2013) e para Portugal em Almeida, Castro e Félix (2010).

A maior parte destes trabalhos concluem que a coordenação das reformas entre países produz resultados maiores e melhor distribuídos. Os resultados em Gomes *et al.* (2011, 2013) apresentam uma expansão da atividade em cada região da área do euro de mais de 9 por cento quando os *markups* são reduzidos simultaneamente em 15 p.p. nos mercados de serviços e de trabalho (Quadro 1)¹¹. No caso de coordenação das reformas na área do euro, os preços relativos internacionais da Alemanha deterioram-se menos que no caso de reformas unilaterais porque a Alemanha beneficia de importações mais baratas associadas à expansão da oferta agregada no resto da área do euro.

Embora seja relativamente consensual que reformas estruturais trazem benefícios no longo prazo, o impacto no curto prazo pode ser pequeno ou até negativo. De facto, o impacto total destas medidas apenas se materializa ao longo do tempo e a sua implementação pode ser também demorada. Reformas permanentes implicam um aumento permanente do produto e, logo, um efeito rendimento que estimula a procura doméstica também no curto prazo. No entanto, estas reformas também podem gerar pressões deflacionistas, nomeadamente no caso dos serviços (não transacionáveis), levando a um aumento da taxa de juro real que contraria o efeito rendimento. O impacto de curto prazo depende da dimensão relativa destes diferentes efeitos. Como argumentado por Andrés, Arce e Thomas (2014), na presença de fricções ao crédito e dívida de longo prazo, reformas estruturais nos mercados de produto e trabalho levadas a cabo em momentos em que existe um processo de desalavancagem podem estimular o produto e o emprego mesmo no curto prazo, apesar dos efeitos deflacionistas. Reformas no mercado de produto antecipam o fim da desalavancagem e a saída da recessão ao favorecer uma recuperação mais rápida do investimento e valor do colateral. Além disso, o impacto de curto prazo das reformas depende também depende da forma como estas foram desenhadas (Gomes (2014)) e da capacidade de reação da autoridade monetária, como será descrito abaixo.

Uma outra ideia bem estabelecida nesta literatura é a de que a coordenação de reformas entre setores não só aumenta os ganhos de longo prazo como pode reduzir custos de transição. Assim, a implementação de um conjunto alargado de reformas, adaptado às necessidades de cada país, parece ser preferível a reformas isoladas em determinados setores (para a quantificação do impacto macroeconómico de reformas coordenadas nos mercados de serviços e de trabalho quadro 1)¹². As importantes sinergias decorrentes da implementação simultânea de reformas foram sublinhadas por Blanchard e Giavazzi (2003) e confirmadas por várias outras contribuições subsequentes (ver por exemplo Forni, Gerali e Pisani (2009) ou Gomes *et al.* (2013)). A desregulação do mercado de serviços, que leva a um aumento do salário real, deveria preceder

a do mercado de trabalho porque mitigaria o impacto de redução dos salários reais associada a esta última reforma¹³. De facto, usando novamente os resultados de Gomes *et al.* (2013), com a implementação simultânea de reformas nos mercados de serviços e de trabalho verifica-se um aumento dos salários reais. O aumento da procura de trabalho mais do que compensa o aumento da oferta. O aumento da procura está associado à reforma no setor dos serviços enquanto o aumento da oferta está associado à reforma no mercado de trabalho.

A grande maioria dos modelos usados nos artigos citados inclui uma formalização relativamente estilizada do mercado de trabalho, incluindo apenas horas trabalhadas, pelo que não fornecem informação sobre o comportamento do desemprego, da taxa de participação ou de outras variáveis relacionadas com o mercado de trabalho. Existem alguns contributos para a literatura que incluem modelos com um mercado de trabalho mais detalhado. Os modelos nestes artigos introduzem uma outra fricção no mercado de trabalho, usualmente chamada de *search and matching*, onde geralmente as empresas e trabalhadores enfrentam custos na procura de preencher uma vaga de trabalho. Uma vez preenchida uma vaga (*matching*), o trabalhador e a empresa participam num processo de negociação do salário (*bargaining*). Neste contexto a forma de modelização das reformas estruturais e a sua transmissão dos seus efeitos para o resto da economia é diferente. Ainda assim, a generalidade dos artigos conclui pela existência de efeitos positivos associados a estas reformas, que incluem não apenas o aumento da concorrência capturada pela redução dos *markups* mas também outras medidas como a redução dos custos de contratação, a facilitação de reentrada no mercado de trabalho, um maior incentivo à procura de trabalho e à mobilidade e a redução do emprego de longo prazo (FMI (2010) e Hozba e Moure (2010)).

A literatura acima comentada apresenta evidência de um aumento do nível do PIB de longo prazo nos países que introduzem reformas estruturais. As economias que implementam estas reformas apresentam um processo de crescimento para um novo equilíbrio com um nível mais alto do PIB. No entanto, a relação possível entre o aumento do nível de concorrência e o crescimento potencial de uma economia não é geralmente modelizado. De facto, na maior parte destes modelos estruturais o crescimento de longo prazo é determinado de forma exógena, não dependendo de outras características estruturais de uma economia¹⁴.

Reformas estruturais e política monetária

A capacidade de oferta de uma economia é determinada pelas suas características estruturais pelo que a política monetária não é um substituto para reformas estruturais. No entanto, ao assegurar a estabilidade de preços, a autoridade monetária está a contribuir para o bom funcionamento de uma economia e portanto estará a apoiar a implementação destas reformas, possibilitando um nível de produto de longo prazo mais elevado. Desde que a estabilidade de preços não seja posta em causa, uma política monetária acomodatória poderá contrabalançar custos de curto prazo associados à implementação das reformas.

Um outro tópico associado à relação entre política monetária e reformas estruturais é o do limite inferior das taxas de juro nominais. Quando as taxas de juro atingem este nível (que poderá ser zero ou próximo de zero) a acomodação por parte da autoridade monetária deixa de ser possível. Por outro lado, no caso de reformas estruturais que estimulam a economia e/ou levam a um aumento da inflação é possível que as taxas de juro tenham de permanecer inalteradas em vez de subirem. Neste caso o impacto das reformas poderá ser potenciado.

O artigo de Fernández-Villaverde, Guerrón-Quintana e Rubio-Ramírez (2011) explica detalhadamente em que medida reformas estruturais poderão ajudar a ultrapassar o problema que está na base das situações em que o limite inferior das taxas de juro é uma restrição ativa, em particular uma

insuficiente procura. Os autores usam um modelo simples com 2 períodos para explicar que uma redução futura de *markups* gera um efeito rendimento que aumenta o desejo de consumir hoje e diminui o desejo de poupar. Isto estimula a procura atual. Como as taxas de juro estão no seu limite inferior, este efeito rendimento não é compensado por uma subida das taxas de juro, como aconteceria em tempos normais, isto é quando as taxas de juro não se encontram no limite inferior. Eggertsson, Ferrero e Raffo (2014) usam um modelo estrutural com dois países para argumentar que reduções não antecipadas dos *markups* nos mercados de serviços e de trabalho podem ter efeitos contracionistas no curto prazo se forem implementadas durante uma crise em que o limite inferior das taxas de juro é ativo. Isto porque as reformas têm um impacto deflacionista que resulta em taxas de juro reais mais altas que deprimem a procura agregada. Ao contrário de Fernández-Villaverde, Guerrón-Quintana e Rubio-Ramírez (2011), os autores centram a sua análise numa redução imediata de *markups*, o que parece bastante improvável uma vez que a implementação destas reformas leva bastante tempo. O impacto de curto prazo que os autores encontram é pequeno e tem pouca duração. Os resultados em Gomes (2014) mostram que o impacto das reformas estruturais quando as taxas de juro estão no seu limite inferior pode ser positivo no curto prazo, dependendo crucialmente do desenho destas reformas, nomeadamente se são implementadas gradualmente ou não e se são anunciadas (ou entendidas pelos agentes) como temporárias ou permanentes. O impacto macroeconómico destas reformas depende da intensidade relativa do efeito rendimento associado a alterações permanentes do produto e de um efeito de substituição intertemporal, cuja relevância depende também da possibilidade de reação da autoridade monetária.

Considerações finais

Reformas estruturais estão na agenda política há bastante tempo. A crise financeira tornou a necessidade de implementação de reformas ainda mais urgente. Vários países têm avançado na implementação de reformas mas ainda é prematuro tentar avaliar o seu resultado. A evidência fornecida por modelos estruturais é de que o impacto poderá ser significativamente positivo embora os benefícios sejam apenas graduais. A evidência apresentada baseia-se em modelos estruturais que necessariamente têm diversas limitações. Embora nos permitam quantificar o efeito destas reformas, é preciso ter presente que os resultados dependem das escolhas de modelização e da calibração de parâmetros estruturais. Como todos os modelos, estes são simplificações da realidade, sendo construídos para replicar apenas algumas das características de uma economia. Esta quantificação é necessariamente indicativa. Dado que estes modelos são estruturais podem ser extremamente úteis para perceber os mecanismos na base da transmissão do efeito destas reformas à economia como um todo.

Referências

- Almeida, V., G. Castro e R. Félix, 2010. "Improving competition in the non-tradable goods and labour markets: the Portuguese case". *Portuguese Economic Journal*, 9(3), pp. 163-193.
- Andrés, J., O. Arce e C. Thomas, 2014. "Structural reforms in a debt overhang". *Banco de España Working Papers 1421*, Banco de Espanha.
- Bayoumi, T., 2004. "GEM: A New International Macroeconomic Model". *Occasional Paper 239*, FMI.
- Bayoumi, T., D. Laxton e P. Pesenti, 2004. "Benefits and Spillovers of Greater Competition in Europe: A Macroeconomic Assessment". *ECB Working Paper 341*, BCE.

- Barkbu, B., J. Rahman e R. O. Valdés, 2012. "Fostering Growth in Europe Now". *IMF Staff Discussion Notes 12/07*, FMI.
- Blanchard, O. e F. Giavazzi, 2003. "The Macroeconomic Effects of Regulation and Deregulation in Goods and Labor Markets". *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), pp. 879-909.
- Coenen, G., P. McAdam e R. Straub, 2008a. "Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model". *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32(8), pp. 2543-2583.
- Coenen, G., M. Mohr e R. Straub, 2008b. "Fiscal Consolidation in the Euro Area: Long-Run Benefits and Short-Run Costs". *Economic Modelling*, 25, 912-932.
- Drazen, A. e W. Easterly, 2001. "Do Crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom". *Economics and Politics*, 13(2), pp. 129-157.
- Eggertsson, G., A. Ferrero e A. Raffo, 2014. "Can Structural Reforms Help Europe?". *Journal of Monetary Economics*, 61(C), pp. 2-22.
- Comissão Europeia, 2010. "Europe 2020: A European Strategy for Smart, Sustainable and Inclusive Growth". Comunicação da Comissão ao Conselho Europeu, março.
- Comissão Europeia, 2014. "Taking stock of the Europe 2020 strategy for smart, sustainable and inclusive growth". Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, Março.
- Everaert, L. e W. Schule, 2008. "Why It Pays to Synchronize Structural Reforms in the Euro Area Across Markets and Countries". *IMF Staff Papers*, 55(2), pp. 356-366, FMI.
- Forni, L., A. Gerali e M. Pisani, 2010. "Macroeconomic Effects Of Greater Competition In The Service Setor: The Case Of Italy". *Macroeconomic Dynamics*, Cambridge University Press, 14(05), pp. 677-708.
- Fernández-Villaverde, J., P. Guerrón-Quintana e J. F. Rubio-Ramírez, 2011. "Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound". NBER Working Papers 17543, National Bureau of Economic Research, Inc. forthcoming IMF Economic Review
- Gomes, S., 2014. "Euro Area Structural Reforms in Times of a Global Crisis". *Working Papers 201408*, Banco de Portugal.
- Gomes, S., P. Jacquinot e M. Pisani, 2012. "The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area," *Economic Modelling*, 29(5), pp. 1686-1714.
- Gomes, S., P. Jacquinot, M. Mohr e M. Pisani, 2011. "Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment". *ECB Working Paper 1323*, BCE.
- Gomes, S., P. Jacquinot, M. Mohr e M. Pisani, 2013. "Structural Reforms and Macroeconomic Performance in the Euro Area Countries: A Model-Based Assessment". *International Finance*, Wiley Blackwell, 16(1), pp. 23-44.
- Hobza, A. e G. Mourre, 2010. "Quantifying the potential macroeconomic effects of the Europe 2020 strategy: stylised scenarios", *European Economy – Economic Papers No 424*, Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), Comissão Europeia.
- Høj, J., V. Galasso, G. Nicoletti e T. Dang, 2006. "An empirical investigation of political economy factors behind structural reforms in OECD countries", *OECD Economic Studies*, 2006, issue 1, pp. 87-136, OCDE.
- FMI, 2010. "G-20 Mutual Assessment Process – Alternative Policy Scenarios", Nota preparada por uma equipa do FMI para a cimeira do G20 em Toronto em junho de 2010. Disponível em <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf>, FMI.
- Jean, S. e G. Nicoletti, 2002. "Product Market Regulation and Wage Premia in Europe and North America: An Empirical Investigation." *Economics Department Working Paper 419*, OCDE.
- Laxton, D., 2008. Getting to Know the Global Economy Model and Its Philosophy. *IMF Staff Papers*, 55(2), pp. 213-242.
- Laxton, D., S. Mursula, M. Kumhof e D. Muir, 2010. "The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIFM) – Theoretical Framework" *IMF Working Papers 10/34*, FMI.
- Lusinyan, L. e D. Muir, 2013. "Assessing the Macroeconomic Impact of Structural Reforms The Case of Italy". *IMF Working Papers 13/22*, FMI.

- Maliszewski, W.**, 2013. "Greece. Selected issues." *IMF Country Report No 13/155*, FMI.
- Mourre, G.**, 2009, "What Explains The Differences in Income and Labor Utilization and Drives Labor and Economic Growth in Europe? A GDP Accounting Perspective". *European Economy Economic Papers No 354* Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), Comissão Europeia.
- Oliveira Martins, J.** e **S. Scarpetta**, 1999. "The Levels And Cyclical Behaviour Of Markups Across Countries And Market Structures". *Economics Department Working Paper 213*, OCDE.
- Oliveira Martins, J.**, **S. Scarpetta** e **D. Pilat**, 1996. "Markup Ratios in Manufacturing Industries – Estimates for 14 OECD Countries". *Economics Department Working Paper 162*, OCDE.
- Pesenti, P.**, 2008. "The Global Economy Model (GEM): Theoretical Framework". *IMF Staff Papers*, 55(2), pp. 243-284, FMI.
- Ratto, M.**, **W. Roeger** e **J. in 't Veld**, 2008. "QUEST III: an estimated DSGE model of the euro area with fiscal and monetary policy". *European Economy – Economic Papers 335*, Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), Comissão Europeia.
- Varga, J.**, **J. in't Veld** e **W. Roeger**, 2013. "Growth Effects of Structural Reforms in Southern Europe: The case of Greece, Italy, Spain and Portugal". *European Economy Economic Papers No 511*, Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), Comissão Europeia.

Notas

1. A autora agradece os comentários a Isabel Horta Correia e Nuno Alves. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade da autora, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros ou omissões são da exclusiva responsabilidade da autora.
2. Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.
3. Considerando o período 1980-2007 de forma a excluir a crise financeira da amostra, a área do euro registou um crescimento médio de 2,2 por cento face a 3,0 por cento nos EUA.
4. Mourre (2009) considera a área do euro com 12 Estados-Membros.
5. Reformas estruturais também podem incluir reformas às finanças públicas ou ao setor financeiro. Este tipo de reformas não será no entanto abrangido neste artigo.
6. Os indicadores PMR são uma medida das restrições institucionais que empresas enfrentam na fixação de preços ou da sua capacidade de livremente escolher a sua estratégia. Variam entre 0 e 6, sendo um valor mais alto sinal de regulação mais restritiva. Os indicadores EPL são indicadores sintéticos da rigidez da regulação sobre despedimentos e uso de contratos temporários. Variam entre 0 (menor rigidez) a 6 (maior rigidez).
7. Estes estudos em geral não consideram os custos orçamentais destas reformas uma vez que estes são difíceis de quantificar.
8. Para uma descrição teórica detalhada destes modelos veja-se: Bayoumi (2004), Laxton (2008) ou Pesenti (2008) sobre o GEM; Laxton, Mursula, Kumhof e Muir (2010) sobre o modelo GIMF; Ratto, Roeger e in't Veld (2008) sobre o modelo QUEST; Coenen *et al.* (2008a, 2008b) sobre o NAWM; Gomes, Jacquinet e Pisani (2012) sobre o modelo EAGLE.
9. Em geral, estimativas destes *markups* apresentam um nível mais baixo de concorrência no setor dos serviços face ao setor transformador (mais exposto à concorrência internacional) bem como no mercado de trabalho. As estimativas apresentam uma heterogeneidade assinalável entre países.
10. Em particular, na Alemanha e no resto da área do euro o *markup* (líquido) é fixado em 50, 30, 20 por cento nos mercados de serviços, trabalho e de manufaturas, respetivamente. Nos EUA, os *markups* correspondentes são de 28, 16 e 20 por cento. Estes valores estão em linha com os usados em outros estudos (veja-se por exemplo, Bayoumi, Laxton e Pesenti (2004) e Everaert e Schule (2008)) e em estudos empíricos (veja-se Jean e Nicoletti (2002), Oliveira Martins, Scarpetta e Pilat (1996) e Oliveira Martins e Scarpetta (1999)).
11. Veja-se também por exemplo Everaert e Schulle (2008) ou Forni, Gerali e Pisani (2009).
12. Note-se que estes modelos geralmente não incluem uma interação explícita entre os níveis de concorrência em diferentes mercados.
13. Medidas de estímulo da procura também poderão ser úteis para contrabalançar os custos de curto prazo das reformas. No entanto, poderá não existir margem de manobra orçamental em vários países Europeus.
14. Varga, Roeger e in't Veld (2013) usam o modelo QUEST da Comissão Europeia com crescimento semi-endógeno e fornecem evidência de ganhos significativos de longo prazo de reformas que aumentam a concorrência em países do sul da Europa (Itália, Espanha, Portugal e Grécia). Neste modelo, a Investigação e Desenvolvimento gera um crescimento endógeno da produtividade ao criar novas variedades de produtos.

