BMEP

Boletim Mensal de Economia Portuguesa

N.º 04 | abril 2016

Gabinete de Estratégia e Estudos
Ministério da Economia

GPEARI
Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais
Ministério das Finanças

Ficha Técnica

Título: Boletim Mensal de Economia Portuguesa

Data: Abril de 2016

Elaborado com informação disponível até ao dia 29 de abril.

Editores:

Gabinete de Estratégia e Estudos
Ministério da Economia
Rua da Prata, 8
1149-057 Lisboa
Telefone: +351 217 921 372
Fax: +351 217 921 398
URL: http://www.gee.min-economia.pt
E-Mail: gee@gee.min-economia.pt

Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais
Ministério das Finanças
Av. Infante D. Henrique nº. 1 – 1.º
1100 – 278 Lisboa
Telefone: +351 21 8823396
Fax: +351 21 8823399
URL: http://www.gpeari.min-financas.pt
E-Mail: bmep@gpeari.min-financas.pt

ISSN: 1646-9072

(Esta publicação respeita as regras do Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa)

Índice

Conjuntura **5**

Sumário 7

1. Enquadramento Internacional 11

2. Conjuntura Nacional 15

3. Comércio Internacional 27

Destaques **33**

Programa de Estabilidade 2016-2020 35

Procedimento dos Défices Excessivos – 1.ª Notificação de 2016 37

Artigos **43**

Ensaio **45**

Estimação de uma NAIRU para Portugal 45

Os Saldos Orçamentais 61

Allocation of Resources between the Tradable and Non-Tradable Sectors: Developing a new Identification Strategy for the Tradable Sector 79

Iniciativas e Medidas Legislativas **91**

Lista de Acrónimos **97**

Conjuntura

Sumário

Enquadramento Internacional

- No conjunto dos meses de janeiro e fevereiro de 2016, a produção industrial mundial acelerou para 1,3% em termos homólogos (1,2% no 4.º trimestre de 2015) devido à melhoria dos países emergentes e em desenvolvimento. O comércio mundial também acelerou, em resultado do fortalecimento das importações mundiais, nomeadamente dos países emergentes, especialmente asiáticos. Já quanto às exportações mundiais, estas deterioraram-se devido ao recuo dos países emergentes, destacando-se uma diminuição expressiva da Ásia.

- No 1.º trimestre de 2016, a economia dos EUA abrandou, tendo o PIB registado um aumento de 1,9% em termos homólogos reais (2,0% no 4.º trimestre de 2015); a atividade económica da União Europeia apresentou-se mais moderada e a quebra da produção industrial do Japão tornou-se mais intensa. De entre os países emergentes, o PIB da China abrandou para 6,7% em termos homólogos reais (6,8% no 4.º trimestre de 2015) devido sobretudo ao enfraquecimento das trocas comerciais. No início do ano de 2016, a taxa de inflação para o conjunto dos países da OCDE manteve-se baixa, embora tenha acelerado e, manteve-se alta no Brasil; desacelerado na Rússia e tendo-se tornado mais elevada na China.

- No primeiro trimestre de 2016, o indicador de sentimento económico diminuiu tanto para a União Europeia (UE) como para a área do euro (AE), em resultado sobretudo da deterioração da confiança dos empresários do comércio a retalho e dos serviços. Também, o indicador previsional do Banco de Itália, de março de 2016, indica que o PIB trimestral em cadeia da área do euro apresentou uma diminuição significativa, o valor mais baixo desde meados de 2015 (+0,3%, no 4.º trimestre de 2015). Adicionalmente, os indicadores quantitativos para a área do euro, no conjunto dos meses de janeiro e fevereiro de 2016, indicam uma melhoria da produção industrial; a manutenção de um crescimento moderado das vendas a retalho e um recuo das exportações de bens. Em fevereiro de 2016, a taxa de desemprego para a UE manteve-se em 8,9% e, para a AE diminuiu, para se situar em 10,3% (a mais baixa desde Setembro de 2011). Em março de 2016, a taxa de inflação homóloga da área do euro teve uma variação nula (-0,2% em fevereiro) e manteve-se em 0,1% em termos de variação dos últimos 12 meses.

- Em abril de 2016 e, até ao dia 26, o preço *spot* do petróleo Brent continuou a evoluir no sentido ascendente, para se situar, em média, em 43 USD/bbl (38 €/bbl), em consequência da redução da produção dos EUA, Nigéria, Iraque e Emiratos Árabes Unidos, apesar da falta de acordo entre os países da OPEP e de outros produtores na reunião de 17 de abril.

- Num contexto de maior apetite pelo risco e do anúncio de estímulos adicionais por parte do BCE, os investidores favoreceram os mercados obrigacionistas de países periféricos da área do euro, contribuindo para a redução, em março de 2016, do diferencial das taxas de rendibilidade das obrigações desses países face à Alemanha. Em abril de 2016, os índices bolsistas internacionais evoluíram favoravelmente, resultando do reforço das medidas de carácter acomodatício na área do euro; da redução das expectativas de subida da taxa de juro de referência nos EUA e, da recente tendência ascendente dos preços do petróleo, impulsionando os ganhos no setor energético.

- Em abril de 2016, o euro apreciou-se globalmente face ao dólar, situando-se, em média, até ao dia 27, em 1,13, representando uma apreciação de 1,8% face â média do mês de março (1,11).

Conjuntura Nacional

- De acordo com os dados publicados pelo INE para o 1.º trimestre de 2016, o indicador de clima económico registou uma melhoria quando comparado com o trimestre precedente.
- O Índice de confiança dos consumidores melhorou, em termos médios, no primeiro trimestre de 2016, o seu valor, enquanto os indicadores qualitativos dos empresários apresentaram um desenvolvimento misto.
- O Indicador de Máquinas e Equipamentos do INE registou um crescimento homólogo de 3,1%, o que representa um aumento de 0,5 p.p. face ao registado no 4.º trimestre de 2015.
- O Índice de Volume de Negócios no Comércio a Retalho cresceu, em termos médios homólogos, 2% em janeiro e fevereiro, acelerando 0,8 p.p. face ao último trimestre de 2015.
- No final do primeiro trimestre 2016, o número de desempregados registados nos centros de emprego diminuiu 2,6%, enquanto as colocações, durante o mesmo período, aumentaram 5,4% face ao primeiro trimestre de 2015.
- Em março de 2016, a variação homóloga do IPC fixou-se em 0,4%, valor idêntico ao de fevereiro, enquanto o IHP cresceu 0,3%, 0,3 p.p. acima do registado um mês antes. Já o IPPI apresentou uma variação homóloga negativa (-3,8%).
- Até fevereiro de 2016, o excedente acumulado da balança corrente foi de 135 milhões de euros, o que representa uma deterioração de 475 milhões de euros em termos homólogos.
- No primeiro trimestre de 2016 o saldo global da conta das Administrações Públicas (ótica de caixa) foi negativo e da ordem dos 824 milhões de euros[1] (superior em 108 milhões de euros ao saldo global negativo registado no mês homólogo do ano anterior). Para este resultado terá contribuído um aumento da despesa total acumulada de 0,8%, superior ao aumento da receita total acumulada de 0,2%. O saldo primário atingiu os 1058 milhões de euros representando uma melhoria de 236 milhões de euros relativamente ao mês homólogo de 2015.
- No mesmo período o saldo global da Administração Central do Estado foi de -1667 milhões de euros, composto por um saldo global negativo do Estado (-1961 milhões de euros) e por um salgo global positivo dos Serviços e Fundos Autónomos (294 milhões de euros).
- O contributo dos restantes subsetores para o saldo global das Administrações Públicas foi distinto: o subsector da Segurança Social e o subsetor da Administração Local registaram saldos globais positivos de 738 milhões de euros e 130 milhões de euros, respetivamente. O subsetor da Administração Regional, por sua vez, apresentou, no período considerado, um saldo global negativo de 25 milhões de euros.
- A dívida consolidada do sector das AP (critério de Maastricht) atingiu no final do mês de fevereiro o montante de 231.342 milhões de euros, representando uma redução de 3.383 milhões de euros (-1,4%) relativamente ao mês anterior, embora mantendo-se praticamente ao nível do valor registado no final de 2015
- No final do primeiro trimestre, a dívida direta do Estado situava-se em 227.319 milhões de euros, representando um valor superior em 799 milhões de euros ao registado no final do mês anterior.

Comércio Internacional

- Os ***resultados preliminares das estatísticas do comércio internacional*** recentemente divulgados[2] apontam para um decréscimo homólogo das exportações de mercadorias de 0,8% nos

[1] Salvo se for expressamente indicado, os valores indicados foram apurados numa base de caixa
[2] Resultados mensais preliminares de janeiro a fevereiro de 2016.

primeiros dois meses de 2016. Neste mesmo período, as importações aumentaram 1,9%, o que levou a um agravamento do défice da balança comercial (fob-cif) de 20,5%, correspondendo a -233 milhões de euros. A taxa de cobertura das importações pelas exportações foi de 84,9%, menos 2,3 p.p. que em igual período de 2015.

* Nos primeiros dois meses de 2016, excluindo os produtos energéticos, as exportações de mercadorias cresceram 1,1%. As importações registaram uma variação homóloga positiva superior ao crescimento das exportações (6,5%), o que levou a um agravamento do saldo negativo da respetiva balança comercial em 68,9%.

* No último ano a terminar em fevereiro de 2016, as exportações de mercadorias cresceram 3,5% em termos homólogos, sendo que a maioria dos grupos contribuiu positivamente para este comportamento. Destaca-se o contributo dos "Produtos acabados diversos" (+0,9 p.p.), dos "Químicos" (+0,7 p.p.), do "Material de transporte terrestre", dos "Têxteis, vestuário e seus acessórios", das "Máquinas e aparelhos" e dos "Agroalimentares" (todos com +0,6 p.p.). Nos primeiros dois meses de 2016, destaca-se o contributo positivo dos "Químicos" (+1 p.p.), seguido do contributo dos "Produtos acabados diversos" (+0,8 p.p.), dos "Têxteis, vestuário e seus acessórios" e da "Madeira, cortiça e papel" (ambos com +0,6 p.p.).

* De janeiro a fevereiro de 2016, as exportações para o mercado comunitário cresceram, em termos homólogos, 5,3% contrariando o decréscimo das exportações totais em 3,9 p.p.. As exportações para os países da UE-15 registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 4,8% e as exportações para os países do Alargamento 14,6%, registando contributos positivos de 3,4 p.p. e 0,5 p.p., respetivamente. As exportações para a França registaram o maior contributo positivo Intra UE-15 (+1,1 p.p.), seguida das exportações para Espanha (+0,6 p.p.), Bélgica e Reino Unido (ambos com +0,5 p.p.).

* Nos primeiros dois meses de 2016, as exportações para os Países Terceiros registaram uma taxa de variação homóloga negativa de 18,2%, passando a representar 21,4% do total das exportações nacionais (-4,5 p.p. face ao período homólogo). Destaca-se o comportamento positivo das exportações para o Canadá (+37,2%), Marrocos (+28,5%) e a Turquia (+13,1%).

* De janeiro a fevereiro de 2016, as exportações de produtos industriais transformados registaram uma taxa de variação homóloga negativa de 0,9%. As exportações de produtos de baixa e de alta intensidade tecnológica registaram contributos positivos (ambos com +1,3 p.p.) contrariando o decréscimo das exportações deste tipo de produtos.

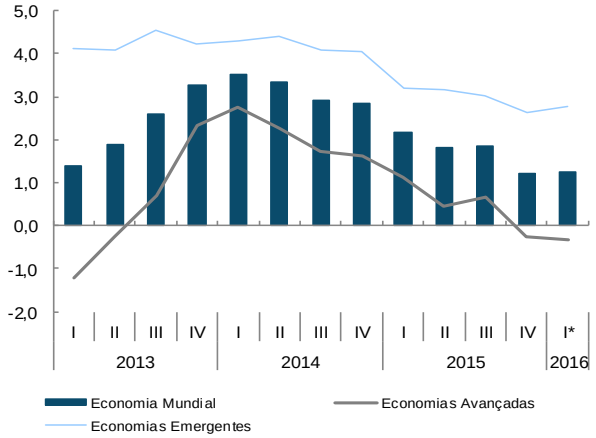
* De acordo com os dados da Balança de Pagamentos divulgados para o mês de janeiro de 2016, as Exportações de Bens e Serviços registaram uma redução homóloga de 2,2% no primeiro mês de 2016. A componente de Bens registou uma melhor performance relativamente à dos Serviços (-1,3% e -4,3%, respetivamente) tendo reforçado o decréscimo das exportações totais em 1,3 p.p..

1. Enquadramento Internacional

Atividade Económica Mundial

No conjunto dos meses de janeiro e fevereiro de 2016, a produção industrial mundial acelerou para 1,3% em termos homólogos (1,2% no 4.º trimestre de 2015) devido à melhoria dos países emergentes e em desenvolvimento; já que a produção das economias avançadas apresentou uma ligeira quebra.

Figura 1.1.Produção Industrial
(VH, em %)



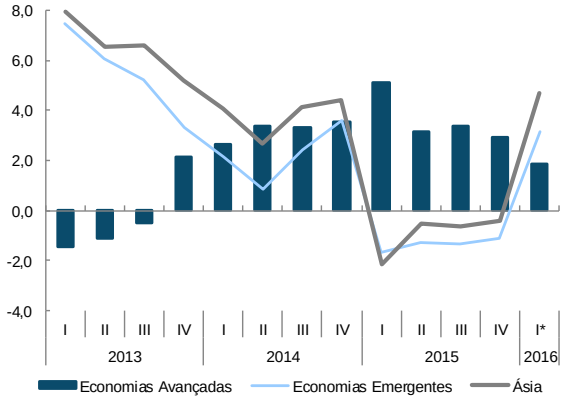
Fonte: CPB. * Média de janeiro e fevereiro.

Neste período, o comércio mundial de mercadorias também acelerou, em resultado do fortalecimento das importações mundiais; visto que as exportações mundiais diminuíram.

De facto, no conjunto dos dois primeiros meses de 2016 e, em termos homólogos reais:

- o comércio mundial aumentou para 0,8% (0,6% no 4.º trimestre de 2015);
- as importações mundiais aceleraram para 2,4% (1,2% no 4.º trimestre de 2015); enquanto as exportações mundiais registaram uma quebra de 0,7% (invertendo a tendência de crescimento verificada nos trimestres precedentes).

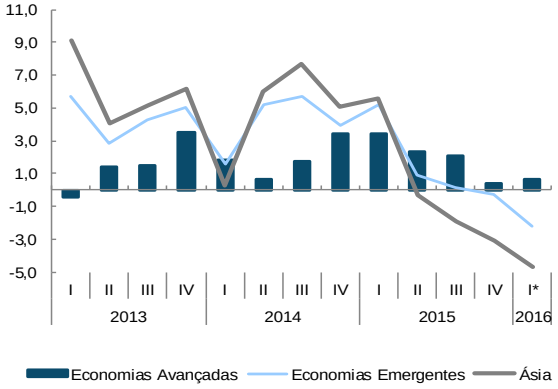
Figura 1.2. Importações de Mercadorias
(VH em volume, em %)



Fonte: CPB. * Média de janeiro e fevereiro.

A melhoria das trocas comerciais no início do ano deveu-se à recuperação das importações mundiais, nomeadamente dos países emergentes, especialmente asiáticos. Já relativamente às exportações mundiais, estas deterioraram-se devido ao recuo dos países emergentes, com destaque para uma diminuição significativa da Ásia (-4,7% em termos homólogos) em linha com o abrandamento da economia mundial.

Figura 1.3. Exportações de Mercadorias
(VH em volume, em %)



Fonte: CPB. * Média de janeiro e fevereiro.

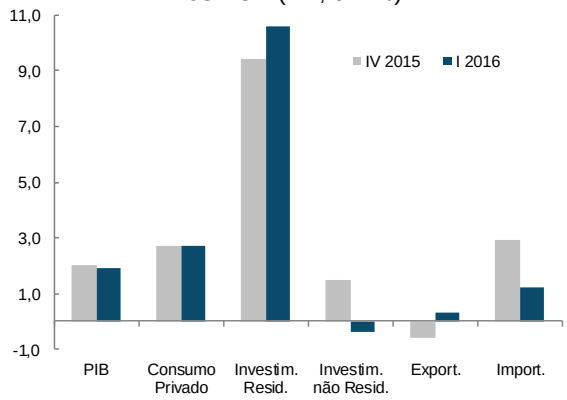
Quadro 1.1. Indicadores de Atividade Económica Mundial

Indicador	Unidade	Fonte	2015	2014	2015				2015		2016	
				4T	1T	2T	3T	4T	nov	dez	jan	fev
Índice de Produção Industrial Mundial	VH	CPB	1,8	2,8	2,2	1,8	1,9	1,2	1,3	0,6	1,6	0,9
Economias Avançadas	VH	CPB	0,5	1,6	1,1	0,4	0,7	-0,3	-0,1	-1,2	0,3	-1,0
Economias Emergentes	VH	CPB	3,0	4,0	3,2	3,2	3,0	2,6	2,6	2,3	2,8	2,7
Comércio Mundial de Mercadorias	VH	CPB	1,6	3,6	3,2	1,5	1,2	0,6	0,9	0,6	0,0	1,5
Importações Mundiais	VH	CPB	1,5	3,5	2,2	1,3	1,3	1,2	1,7	0,6	1,4	3,3
Economias Avançadas	VH	CPB	3,6	3,5	5,1	3,1	3,4	2,9	3,9	1,1	0,4	3,3
Economias Emergentes	VH	CPB	-1,4	3,6	-1,7	-1,3	-1,4	-1,1	-1,0	0,1	2,9	3,3
Exportações Mundiais	VH	CPB	1,8	3,6	4,2	1,7	1,2	0,1	0,2	0,5	-1,2	-0,2
Economias Avançadas	VH	CPB	2,0	3,4	3,4	2,4	2,1	0,4	0,8	0,5	-0,2	1,4
Economias Emergentes	VH	CPB	1,4	3,9	5,2	1,0	0,1	-0,3	-0,5	0,6	-2,4	-2,0

Atividade Económica Extra-UE

No 1.º trimestre de 2016, a economia dos EUA abrandou ligeiramente; a atividade económica da União Europeia apresentou-se mais moderada e, a produção industrial do Japão registou uma quebra mais pronunciada. No início do ano, a taxa de inflação para o conjunto dos países da OCDE manteve-se baixa; embora tenha acelerado e, manteve-se alta no Brasil; desacelerado na Rússia e tornou-se mais elevada na China.

Figura 1.4. PIB e componentes da Despesa em volume nos EUA (VH, em %)

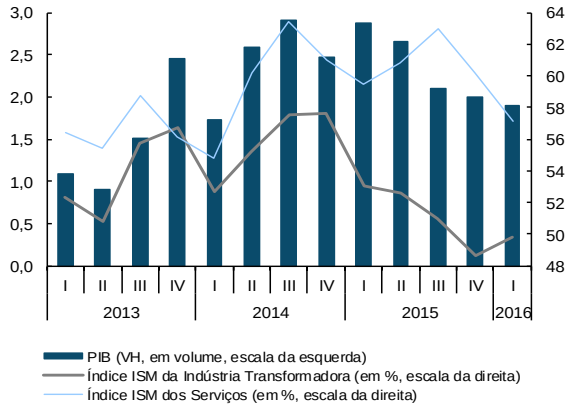


Fonte: *Bureau of Economic Analysis.*

Nos **EUA**, o PIB desacelerou para 1,9% em termos homólogos reais no 1.º trimestre de 2016 (2,0% no 4.º trimestre de 2015) associado sobretudo a um abrandamento da procura interna, nomeadamente do investimento privado na vertente não residencial. O consumo privado manteve um crescimento robusto, de 2,7% em termos homólogos reais. O contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB melhorou, em parte, associado à desaceleração significativa das importações. No 1.º trimestre de 2016 e, em termos homólogos nominais:

- a produção industrial deteriorou-se; embora o indicador de confiança dos empresários da indústria tenha melhorado, contrastando com a diminuição da confiança dos empresários dos serviços;
- a taxa de desemprego desceu para 4,9% (o valor mais baixo desde o 1.º trimestre de 2008) e, a taxa de inflação homóloga subiu para 1,1% (0,5% no 4.º trimestre de 2015).

Figura 1.5. PIB e Índices de Confiança na Indústria e Serviços dos EUA

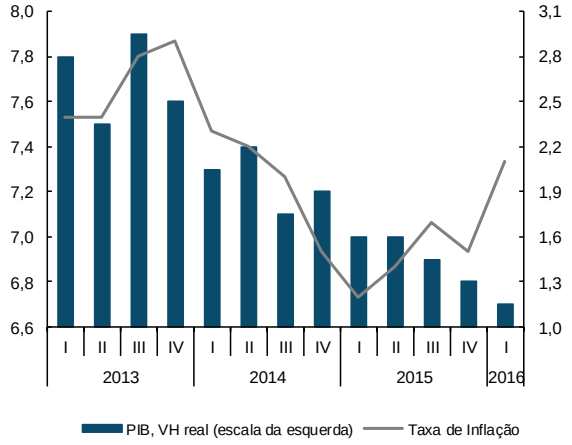


Fontes: *Bureau of Economic Analysis; Institute for supply Management.*

No 1.º trimestre de 2016, o PIB da **China** abrandou para 6,7% em termos homólogos reais (6,8% no 4.º trimestre de 2015) devido sobretudo ao enfraquecimento das trocas comerciais.

Com efeito, neste período, e, em termos homólogos nominais, as exportações e importações de bens apresentaram uma quebra de 8,4% e de 13,5%, respetivamente (-5,2% e -11,7%, no 4.º trimestre de 2015).

Figura 1.6. PIB e Taxa de Inflação da China



Fonte: Instituto de Estatística da China.

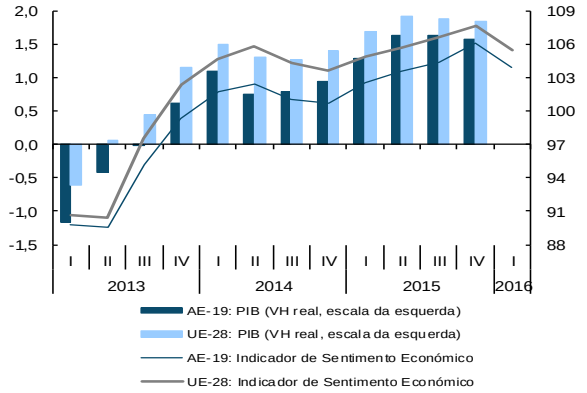
Quadro 1.2. Indicadores de Atividade Económica Extra-UE

Indicador	Unidade	Fonte	2015	2015				2016	2015	2016		
				1T	2T	3T	4T	1T	dez	jan	fev	mar
EUA – PIB real	VH	BEA	2,4	2,9	2,7	2,1	2,0	1,9	-	-	-	-
Índice de Produção Industrial	VH	BGFRS	0,3	2,4	0,4	0,1	-1,6	-1,7	-2,3	-1,3	-1,8	-2,0
Índice ISM da Indústria Transformadora	%	ISM	51,3	53,0	52,6	51,0	48,6	49,8	48,0	48,2	49,5	51,8
Índice ISM dos Serviços	%	"	60,9	59,5	60,9	63,0	60,2	57,2	59,5	53,9	57,8	59,8
Indicador de Confiança dos Consumidores	SRE	Michigan	92,9	95,5	94,2	90,7	91,3	91,6	92,6	92,0	91,7	91,0
Taxa de Desemprego	%	BLS	5,3	5,6	5,4	5,2	5,0	4,9	5,0	4,9	4,9	5,0
China – PIB real	VH	NBSC	6,9	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	-	-	-	-
Exportações	VH	MC	-2,9	9,8	-2,9	-6,3	-5,2	-8,4	-1,7	-11,4	-25,3	11,5
Japão – PIB real	VH	COGJ	0,5	-1,0	0,7	1,7	0,8	:	-	-	-	-

Atividade Económica da UE

No 1.º trimestre de 2016, o indicador de sentimento económico diminuiu tanto para a União Europeia (UE) como para a área do euro (AE), em resultado sobretudo da deterioração da confiança dos empresários do comércio a retalho e dos serviços. Também, de acordo com o indicador previsional do Banco de Itália, de março de 2016, o PIB trimestral em cadeia da área do euro apresentou uma diminuição significativa, o valor mais baixo desde meados de 2015 (+0,3% no 4.º trimestre de 2015).

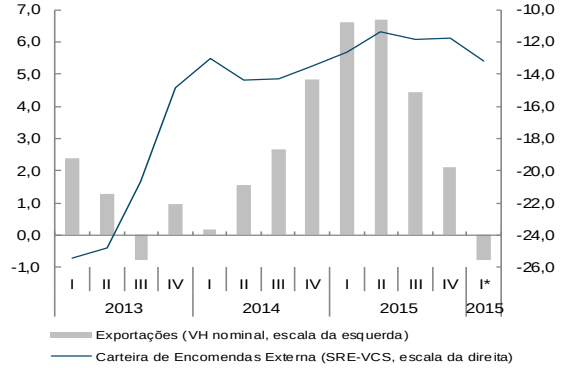
Figura 1.7. PIB e Indicador de Sentimento Económico



Fontes: Comissão Europeia; Eurostat.

Os indicadores quantitativos para a área do euro, no conjunto dos meses de janeiro e fevereiro de 2016, indicam uma melhoria da produção industrial; a manutenção de um crescimento moderado das vendas a retalho e um recuo das exportações de bens.

Figura 1.8. Exportações e Encomendas Externas da Área do Euro

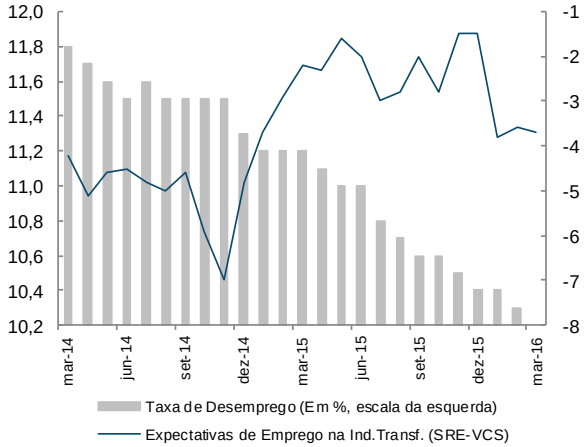


Fontes: Comissão Europeia; Eurostat. * P/Exportações, média de janeiro e fevereiro.

Em fevereiro de 2016, a taxa de desemprego para a UE manteve-se em 8,9% e, para a AE diminuiu, para se situar em 10,3% (a mais baixa desde setembro de 2011).

Em março de 2016, as expectativas dos empresários da área do euro quanto à criação de emprego pioraram para os setores da indústria transformadora, serviços e construção; enquanto melhoraram para o comércio a retalho.

Figura 1.9. Mercado de Trabalho da Área do Euro



Fontes: Comissão Europeia; Eurostat.

Em março de 2016, a taxa de inflação homóloga da área do euro teve uma variação nula (-0,2% em fevereiro) e manteve-se em 0,1% em termos de variação dos últimos 12 meses.

A subida da taxa de inflação homóloga em março de 2016 deveu-se ao aumento dos preços dos serviços e à aceleração dos preços dos bens alimentares não transformados; já que os preços de energia apresentaram uma quebra mais acentuada (de -8,7% em março, comparada com -8,1% em fevereiro).

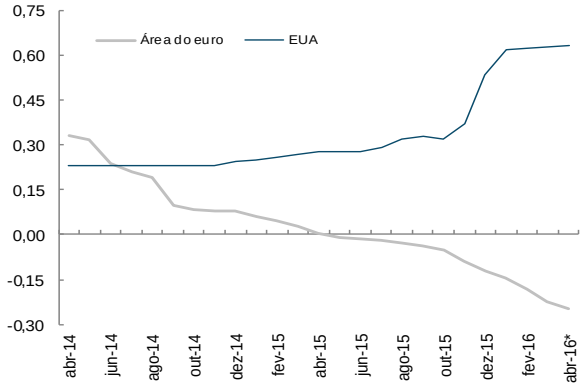
Quadro 1.3. Indicadores de Atividade Económica da UE

Indicador	Unidade	Fonte	2015	2015				2016	2015	2016		
				1T	2T	3T	4T	1T	dez	jan	fev	mar
União Europeia (UE-28) – PIB real	VH	Eurostat	1,9	1,7	1,9	1,9	1,8	:	-	-	-	-
Indicador de Sentimento Económico	Índice	CE	106,2	104,9	105,7	106,6	107,7	105,5	108,5	106,7	105,3	104,6
Área do Euro (AE-19) – PIB real	VH	Eurostat	1,6	1,3	1,6	1,6	1,6	:	-	-	-	-
Indicador de Sentimento Económico	Índice	CE	104,2	102,5	103,6	104,4	106,2	104,0	106,6	105,0	103,9	103,0
Índice de Produção Industrial	VH	Eurostat	1,6	1,5	1,4	1,8	1,5	:	0,3	3,0	0,9	:
Índice de Vendas a Retalho	VH real	"	2,8	2,6	2,7	3,3	2,4	:	2,5	2,1	2,4	:
Taxa de Desemprego	%	"	10,9	11,2	11,0	10,7	10,5	:	10,4	10,4	10,3	:
IHPC	VH	"	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	0,2	0,3	-0,2	0,0

Mercados Financeiros e Matérias-Primas

Em abril de 2016, as taxas de juro de curto prazo continuaram a descer para a área do euro, renovando níveis historicamente baixos; enquanto estabilizaram nos EUA. Com efeito, até ao dia 26, a taxa Euribor a 3 meses foi de -0,25% e a dos EUA manteve-se em 0,63%.

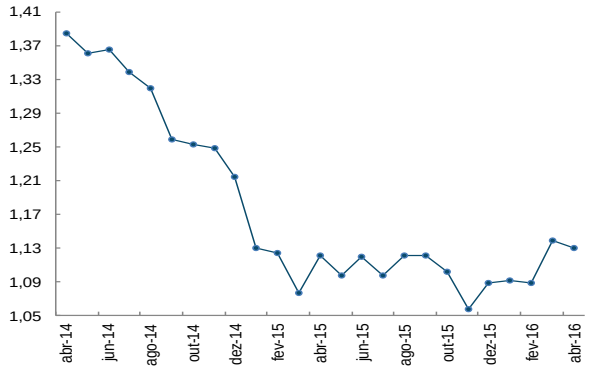
Figura 1.10. Taxa de Juro a 3 meses do mercado Monetário (Média mensal, em %)



Fonte: BCE; IGCP. * Média até ao dia 26.

Em março de 2016, as taxas de juro de longo prazo desceram para a área do euro; enquanto subiram para os EUA. Num contexto de maior apetite pelo risco e de anúncio de estímulos adicionais por parte do BCE, os investidores favoreceram os mercados obrigacionistas de países periféricos da área do euro, contribuindo para a redução do diferencial das taxas de rendibilidade das obrigações desses países face à Alemanha.

Figura 1.11. Taxa de Câmbio do Euro face ao Dólar
(fim do período)

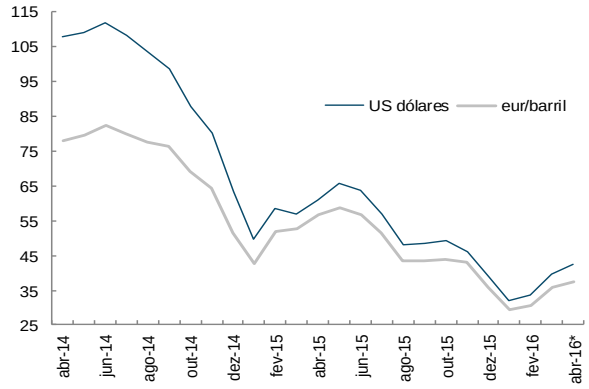


Fonte: Banco de Portugal. Para abril, o valor é do dia 27.

Em abril 2016, assistiu-se globalmente a uma apreciação do euro face ao dólar, causada sobretudo pelo enfraquecimento do dólar face às principais moedas internacionais. Esta evolução prende-se com a perspetiva de uma redução do número de subidas da taxa de juro dos *fed funds* durante este ano, associada à revisão em baixa do PIB do EUA e do crescimento económico mundial. Com efeito, neste mês e, até ao dia 27, o euro situou-se em 1,13, representando uma apreciação de 1,8% face à média do mês de março (1,11).

Em março de 2016, o índice de preços relativo ao preço do petróleo importado subiu para 28,9 (por memória atingiu o valor 100 durante a crise petrolífera de 1979). Em abril de 2016, o preço do petróleo *Brent* continuou a evoluir no sentido ascendente, situando-se, em média, até ao dia 26, em 43 USD/bbl (38€/bbl). Esta evolução deu-se devido à redução da produção dos EUA, Nigéria, Iraque e Emiratos Árabes Unidos, apesar da falta de acordo entre os países da OPEP e de outros produtores, na reunião de 17 de abril.

Figura 1.12. Preço médio *Spot* do Petróleo *Brent*
(Em USD e euros)



Fontes: DGEG, IGCP e BP. * Média dos dias 1 a 26.

No 1.º trimestre de 2016, o preço das matérias-primas não energéticas acelerou, embora tenha diminuído 13% em termos homólogos (-19% no último trimestre de 2015) devido sobretudo à menor descida dos preços dos metais e dos bens alimentares.

Quadro 1.4. Indicadores Monetários e Financeiros Internacionais

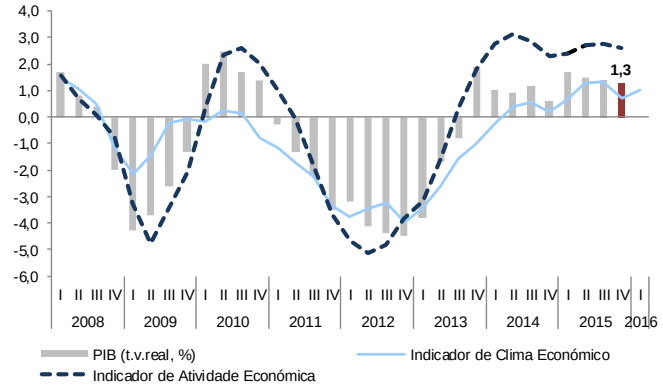
Indicador	Unidade	Fonte	2015	2015					2015	2016		
				1T	2T	3T	4T	1T	dez	jan	fev	mar
Taxa Euribor a 3 meses*	%	BP	-0,13	0,02	-0,01	-0,04	-0,13	-0,24	-0,13	-0,16	-0,21	-0,24
Yield OT 10 anos – EUA**	%	Eurostat	2,13	1,96	2,16	2,21	2,18	1,91	2,24	2,08	1,77	1,88
Yield OT 10 anos – Área do euro**	%	"	1,27	1,15	1,29	1,47	1,18	1,03	1,19	1,11	1,04	0,93
Taxa de Câmbio*	Eur/USD	BP	1,089	1,076	1,119	1,120	1,089	1,139	1,089	1,092	1,089	1,139
Dow Jones*	VC	Yahoo	-2,2	-0,3	-0,9	-7,6	7,0	1,5	-1,7	-5,5	0,3	7,1
DJ Euro Stoxx50*	VC	"	3,8	17,5	-7,4	-9,5	5,4	-8,0	-6,8	-6,8	-3,3	2,0
Spot do Petróleo *Brent* em USD/bbl**	USD/bbl	DGEG	53,63	55,07	63,47	51,22	44,78	35,14	38,96	32,08	33,52	39,82
Spot do Petróleo *Brent* em USD/bbl**	VH	"	-46,1	-49,0	-42,1	-50,5	-41,9	-36,2	-38,5	-35,2	-43,0	-30,0
Spot do Petróleo *Brent* em euros/bbl**	VH	DGEG e BP	-35,5	-37,9	-28,2	-41,0	-33,7	-34,8	-30,2	-30,7	-41,0	-31,9
Preço Relativo do Petróleo em euros***	1979=100	GEE	43,4	44,8	51,0	41,7	36,8	25,5	31,7	22,6	25,0	28,9

2. Conjuntura Nacional

Atividade Económica e Oferta

De acordo com os dados publicados pelo INE para o 1.º trimestre de 2016, o indicador de clima económico registou uma melhoria quando comparado com o trimestre precedente (1,0 que compara com 0,7).

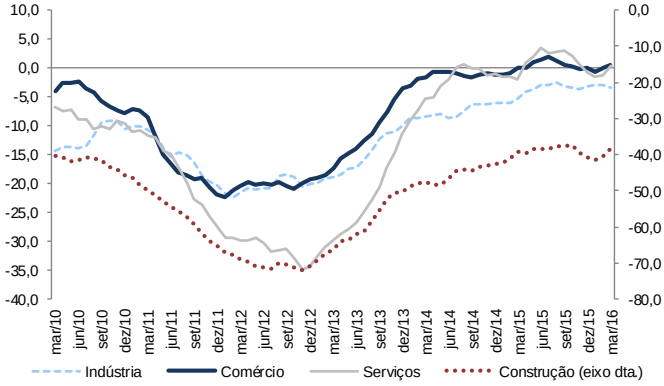
Figura 2.1. Indicador de Clima Económico



Fonte: INE.

No 1.º trimestre do ano, registou-se uma melhoria nos indicadores de confiança relativos ao setor da construção, serviços e comércio a retalho, em contraste com a deterioração verificada na indústria.

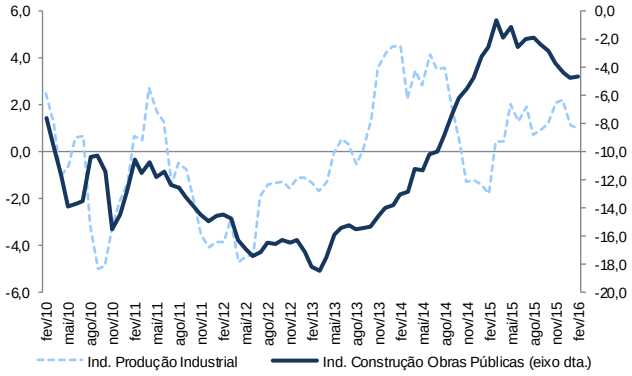
Figura 2.2. Indicadores de Confiança
(SRE, MM3)



Fonte: INE

No trimestre terminado em janeiro de 2016, o indicador de atividade económica do INE registou uma taxa de crescimento homólogo de 2,3%, que compara com 2,6% no último trimestre de 2015.

Figura 2.3. Índices de Produção
(VH, MM3)



Fonte: INE

Os dados quantitativos disponíveis relativos aos meses de janeiro e fevereiro, mostram que, em termos médios homólogos:

- na indústria transformadora, o Índice de Produção registou um aumento de 0,2% e o Índice de Volume de Negócios apresentou uma variação de -2,4% (2,2% e -1,5% no 4.º trimestre de 2015, respetivamente);
- o Índice de Produção na Construção e Obras Públicas apresentou uma quebra de 4,4% (igual ao verificado no trimestre terminado em dezembro de 2015);
- o Índice de Volume de Negócios nos Serviços deteriorou-se face ao período homólogo em 0,7% (+3,1 p.p. face ao 4.º trimestre de 2015);
- o Índice de Volume de Negócios no Comércio a Retalho registou um crescimento de 2,0%, superior em 0,8 p.p. ao verificado no período compreendido entre outubro e dezembro de 2015.

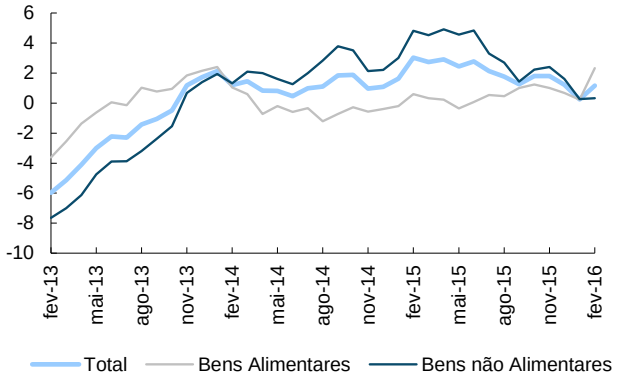
Quadro 2.1. Indicadores de Atividade Económica e Oferta

Indicador	Unidade	Fonte	2015	2015				2016	2015		2016		
				1T	2T	3T	4T	1T	nov	dez	jan	fev	mar
PIB – CN Trimestrais	VH Real	INE	1,5	1,7	1,5	1,4	1,3	:	:	:	:	:	:
Indicador de Clima Económico	SRE-VE	"	1,0	0,7	1,3	1,3	0,7	1,0	0,9	0,7	0,6	0,7	1,0
Indicador de Confiança da Indústria	SRE-VCS	"	-3,7	-5,4	-2,9	-3,1	-3,3	-3,5	-3,4	-2,8	-2,5	-3,4	-4,4
Indicador de Confiança do Comércio	"	"	0,5	-0,1	1,3	0,6	0,0	0,4	-1,0	-0,2	-0,8	1,0	1,2
Indicador de Confiança dos Serviços	"	"	0,9	-1,9	3,4	2,9	-0,8	0,3	-2,7	-1,7	-0,5	-1,4	2,9
Indicador de Confiança da Construção	"	"	-39,1	-39,3	-38,6	-37,6	-40,8	-38,3	-42,0	-41,9	-40,1	-38,5	-36,4
Índice de Produção Industrial – Ind. Transf.	VH	"	1,2	0,4	1,3	0,9	2,2	:	1,2	2,8	-0,5	0,8	:
Índice de Volume de Negócios – Ind. Transf.	"	"	0,1	-0,5	2,6	0,1	-1,5	:	0,2	-0,6	-4,5	-0,3	:
Índice de Volume de Negócios - Serviços	"	"	-2,1	-2,2	-1,3	-1,2	-3,8	:	-4,3	-3,3	-2,3	0,9	:

Consumo Privado

Nos dois primeiros meses de 2016, o Índice de Volume de Negócios no Comércio a Retalho cresceu, em média, 2%, o que compara com o crescimento de 1,2% no último trimestre de 2015. A componente alimentar foi a mais robusta, ao crescer 3% (0,7% no quarto trimestre), enquanto a componente não alimentar cresceu 1,2% (menos 0,4 p.p.), invertendo a tendência que se vinha a registar desde inícios de 2014.

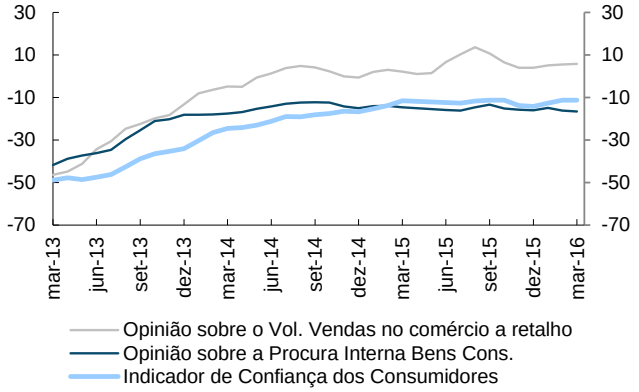
Figura 2.4. Índice do Volume de Negócios no Comércio a Retalho
(MM3,VH)



Fonte: INE.

No primeiro trimestre de 2016, o índice de confiança dos consumidores registou uma melhoria quando comparado com o último trimestre de 2015. Esta tendência foi partilhada pela generalidade dos indicadores qualitativos dos consumidores. Já no caso dos indicadores qualitativos de opinião dos empresários, a evolução foi mista, com o indicador de opinião dos empresários relativo ao volume de vendas no comércio a retalho a apresentar melhorias, enquanto o indicador de opinião relativo à procura interna de bens de consumo evoluiu no sentido inverso.

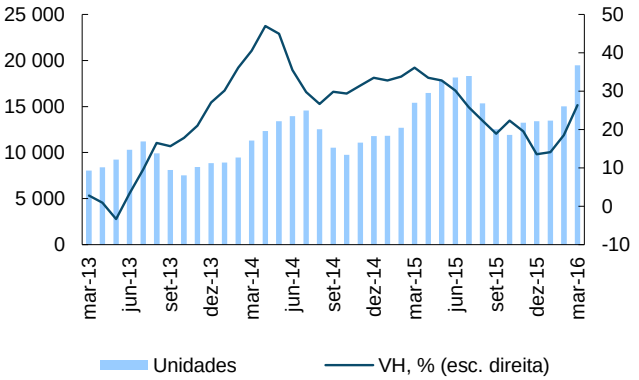
Figura 2.5. Opiniões dos Empresários e Confiança dos Consumidores
(SRE-VE, MM3)



Fonte: INE.

No primeiro trimestre de 2016 foram vendidos 58 402 veículos automóveis ligeiros de passageiros. Este valor representa um aumento de cerca de 18 mil unidades face ao último trimestre de 2015 e um crescimento de 26,3%, em termos homólogos.

Figura 2.6. Venda de Automóveis Ligeiros de Passageiros
(MM3)



Fonte: ACAP.

Quadro 2.2. Indicadores de Consumo Privado

Indicador	Unidade	Fonte	2015	2015				2016	2015		2016		
				1T	2T	3T	4T	1T	nov	dez	jan	fev	mar
Consumo Privado - CN Trimestrais	VH real	INE	2,6	2,6	3,3	2,3	2,4	:	-	-	-	-	-
Indicador de Confiança dos Consumidores	SER-VE	"	-12,3	-11,5	-12,4	-11,2	-14,1	-11,3	-17,3	-11,7	-8,8	-13,3	-11,7
Confiança Comércio Retalho: Vendas últimos 3 meses	SER-VE	"	5,9	2,2	6,6	10,7	4,1	5,8	4,2	5,1	6,3	5,2	6,1
Índice de Vol. De Negócios no Comércio a Retalho*	VH	"	2,0	2,7	2,8	1,3	1,2	:	0,8	-0,5	0,4	3,5	:
Bens Alimentares	VH	"	0,5	0,3	0,1	1,0	0,7	:	-1,7	1,0	1,4	4,6	:
Bens não alimentares	VH	"	3,1	4,5	4,8	1,4	1,6	:	2,7	-1,6	-0,2	2,7	:
Vendas de Automóveis Ligeiros de Passageiros**	VH	ACAP	25,0	36,1	30,1	18,9	13,6	26,3	14,1	10,4	17,7	26,0	31,6
Importação de Bens de Consumo***	VH	INE	8,2	8,0	13,7	7,0	4,8	:	6,2	6,3	4,1	9,1	:

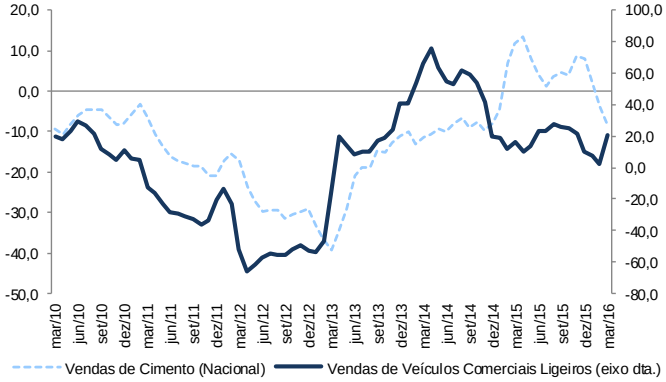
* Índices deflacionados, corrigidos de sazonalidade e de dias úteis; ** Inclui veículos Todo-o-Terreno e Monovolumes com mais de 2300 Kg; *** Exclui material de transporte.

Investimento

Os dados disponíveis para o investimento no 1.º trimestre de 2016, mostram que, em termos médios homólogos:

- as vendas de veículos comerciais ligeiros aumentaram 21,0% (+11,0 p.p. face ao trimestre terminado em dezembro de 2015) acompanhadas pela variação de 38,5% na venda de veículos comerciais pesados, um crescimento superior em 28,7 p.p. quando comparado com o 4.º trimestre de 2015;
- as opiniões dos empresários sobre o volume de vendas de bens de investimento no comércio por grosso registaram uma deterioração (-8,2 no 1.º trimestre de 2016 que compara com -3,5 no trimestre compreendido entre outubro e dezembro de 2015);
- as vendas de cimento registaram uma variação de -7,8% (8,0% no trimestre anterior);

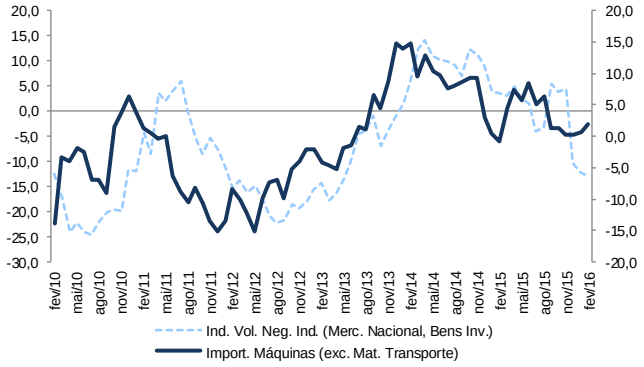
Figura 2.7. Vendas de Cimento e de Veículos Comerciais Ligeiros
(VH, MM3)



Fonte: ACAP, Secil, Cimpor.

- o Indicador de Máquinas e Equipamentos do INE registou um crescimento homólogo de 3,1%, o que representa um aumento de 0,5 p.p. face ao registado no 4.º trimestre de 2015.

Figura 2.8. Bens de Equipamento
(VH, MM3)

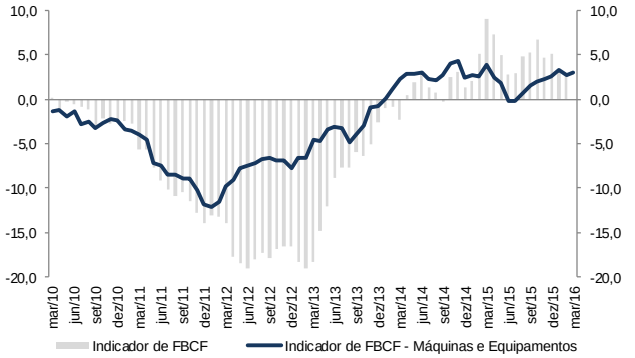


Fonte: INE.

Os dados quantitativos disponíveis relativos aos meses de janeiro e fevereiro, mostram que, em termos médios homólogos:

- o Índice de Volume de Negócios da Indústria de Bens de Investimento para o mercado nacional registou uma variação de -8,7% (-10,3% no 4.º trimestre de 2015);
- as importações de máquinas e outros de bens de capital exceto material de transporte cresceram 1,6% (+1,4 p.p. face ao trimestre terminado em dezembro de 2015).

Figura 2.9. Indicador de FBCF e Componentes
(VH, MM3)



Fonte: INE.

Quadro 2.3 Indicadores de Investimento

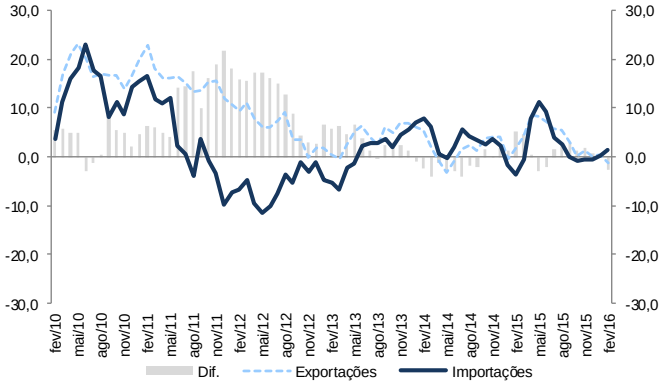
Indicador	Unidade	Fonte	2015	2015				2016	2015		2016		
				1T	2T	3T	4T	1T	nov	dez	jan	fev	mar
FBC – CN Trimestrais	VH Real	INE	3,9	1,3	8,8	2,4	3,4	:	:	:	:	:	:
da qual, FBCF	VH Real	INE	3,9	8,6	5,2	2,0	0,2	:	:	:	:	:	:
Indicador de FBCF	VH/mm3	"	5,6	9,0	2,8	5,3	5,2	:	4,7	5,2	3,2	3,0	:
Vendas de Cimento	VH	SECIL e CIMPOR	6,9	11,9	4,2	4,4	8,0	-7,8	22,3	3,2	-15,8	1,7	-8,6
Vendas de Veículos Comerciais Ligeiros	VH	ACAP	17,9	16,4	23,6	25,5	10,0	21,0	19,3	0,2	5,5	3,3	46,9
Vendas de Veículos Comerciais Pesados	VH	"	27,6	23,4	59,2	35,6	9,8	38,5	7,9	0,9	28,1	45,8	45,9
Volume Vendas Bens de Investimento*	SRE-VE	INE	-3,2	3,8	-7,2	-6,2	-3,5	-8,2	1,2	-0,4	3,7	-8,1	-20,1
Licenças de Construção de fogos	VH	"	20,3	18,9	22,0	17,0	23,3	:	16,1	24,9	6,0	13,8	:
Importações de Bens de Capital**	VH	"	3,4	4,4	8,4	1,3	0,2	:	-0,6	2,3	0,0	3,1	:
Índice Vol. Negócios da IT de Bens de Inv.***	VH	"	-0,5	3,1	1,5	5,3	-10,3	:	1,7	-19,4	-18,1	0,1	:

* no Comércio por Grosso; ** excepto Material de Transporte; *** para o Mercado nacional

Contas Externas

Em termos médios homólogos nominais, os dados relativos ao comércio internacional de bens, divulgados pelo INE para janeiro e fevereiro de 2016, apontam para uma diminuição das exportações de 0,8% e um aumento das importações em 1,9% (0,2% e -0,4% no 4.º trimestre de 2015).

Figura 2.10. Fluxos do Comércio Internacional
(VH, MM3, %)



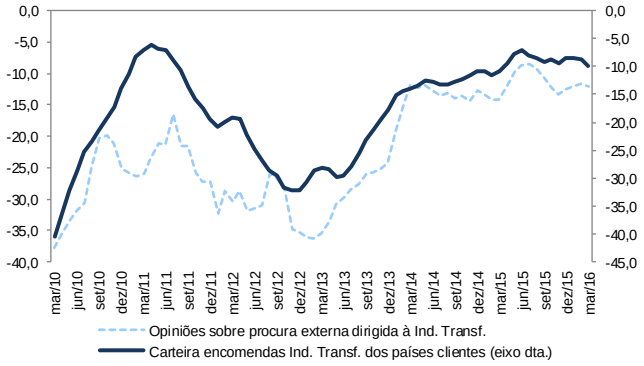
Fonte: INE.

Também nos meses de janeiro e fevereiro, e em termos médios homólogos nominais:

- a componente extracomunitária das exportações cresceu -18,2%, um valor inferior à redução de 12,3% registada no trimestre terminado em dezembro de 2015. Já as exportações para o mercado intracomunitário aumentaram 5,3% (+5,8% no 4.º trimestre de 2015);
- nas importações de bens, o mercado intracomunitário aumentou 2,9%, enquanto o mercado extracomunitário registou um decréscimo de 1,4% em termos homólogos (1,6% e -6,7% no 4.º trimestre de 2015, respetivamente). Em termos acumulados, a taxa de cobertura do comércio internacional de bens situa-se atualmente em 84,9% (87,2% em igual período de 2015).

No 1.º trimestre de 2016, as opiniões sobre a procura externa na indústria foram menos negativas que no trimestre anterior, em contraste com a evolução da carteira de encomendas da indústria transformadora dos países clientes.

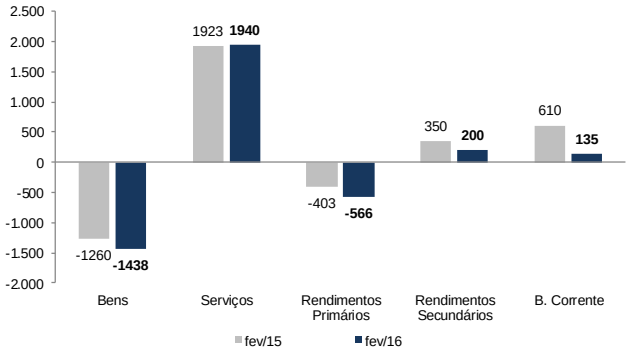
Figura 2.11. Procura Externa dirigida à Indústria



Fonte: INE.

Até fevereiro de 2016, o excedente acumulado da balança corrente foi de 135 milhões de euros, o que representa uma deterioração de 475 milhões de euros em termos homólogos. Este resultado traduz, essencialmente, um saldo mais negativo da balança de bens e de rendimentos primários.

Figura 2.12. Balança Corrente: composição do saldo
(em milhões de euros)



Fonte: BdP. Séries ajustadas de sazonalidade.

No mesmo período, a balança corrente e de capital apresentou uma capacidade de financiamento de 317 milhões de euros (uma diminuição de 593 milhões de euros face ao mesmo período de 2015).

Quadro 2.4. Indicadores de Contas Externas

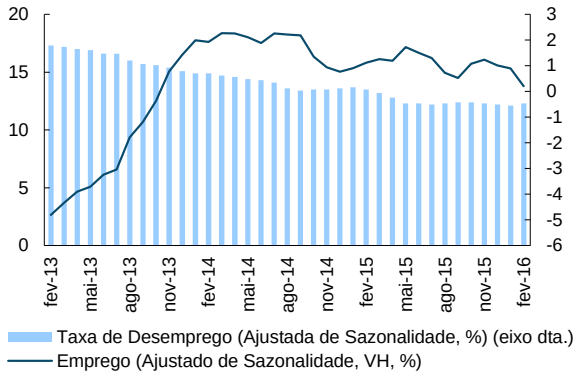
Indicador	Unidade	Fonte	2015	2014	2015				2015			2016	
				4T	1T	2T	3T	4T	out	nov	dez	jan	fev
Exportações (B&S) - CN Trimestrais	VH real	INE	5,2	2,2	3,8	5,6	7,1	7,1	:	:	:	:	:
Importações (B&S) - CN Trimestrais	VH real	"	7,4	4,6	6,0	8,5	7,3	12,5	:	:	:	:	:
Saldo de Bens e Serviços	%PIB	"	-0,8	0,9	2,6	-0,6	-0,4	-0,2	:	:	:	:	:
Capacidade de financiamento da economia	%PIB	"	1,1	0,4	3,8	1,9	-0,2	-1,9	:	:	:	:	:
Saídas de Bens	VH nom	"	3,7	4,1	4,1	7,3	3,0	0,2	-2,3	5,1	-2,1	-2,4	0,8
Entradas de Bens	VH nom	"	2,1	2,3	-0,6	9,4	0,0	-0,4	-3,1	1,8	0,4	-1,4	5,3

Indicador	Unidade	Fonte	2015	2014	2015				2015	2016	Dif.
				4T	1T	2T	3T	4T	jan-fev	jan-fev	
Saldo Balança Corrente e de Capital	10^6 euros	BdP	3 912	1135	1197	406	1115	1194	909	317	-593
Saldo Balança de Bens	"	"	-8 790	-2180	-2077	-2576	-2098	-2039	-1260	-1438	-178
Saldo Balança de Serviços	"	"	11938	2785	2946	2997	2998	2997	1923	1940	16
Saldo Balança de Rendimentos Primários	"	"	-3 176	-575	-672	-923	-586	-995	-403	-566	-164
Saldo Balança de Rendimentos Secundários	"	"	1688	424	538	291	383	476	350	200	-150

Mercado de Trabalho

As estimativas do Instituto Nacional de Estatística apontam para que a taxa de desemprego, no trimestre centrado em fevereiro, se situa-se nos 12,3%, 0,2 p.p. acima do registado em janeiro, mas uma redução de 1,2 p.p. face a fevereiro de 2015. Para esta evolução concorreu uma redução da população desempregada em 10,4% e um aumento de 0,2% no emprego (-12,5% e 0,9%, respetivamente, na estimativa para janeiro).

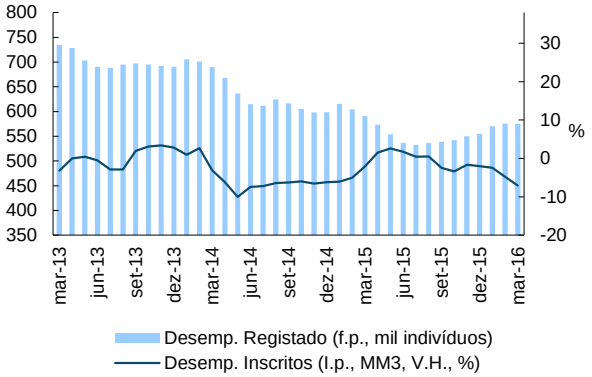
Figura 2.13. Taxa de desemprego e Emprego



Fonte: INE.

No final do primeiro trimestre de 2016, encontravam-se registados, nos centros de emprego, cerca de 575 mil desempregados, uma redução de 2,6% face ao valor registado no período homólogo. Já o desemprego inscrito ao longo do primeiro trimestre ascendeu aos cerca de 172 mil pedidos, traduzindo uma descida de 7,1% quando comparado com os primeiros três meses de 2015.

Figura 2.14. Desemprego

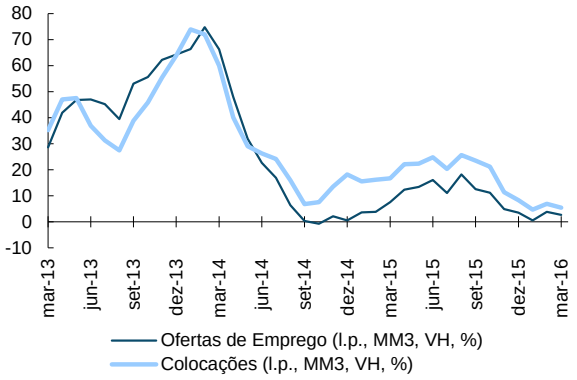


Fonte: IEFP.

A esta evolução encontra-se associada um aumento das colocações em 5,4%, para as 31,4 mil. Enquanto as ofertas, em igual período, cresceram 2,6% para as 47,5 mil. Assim, o rácio entre ofertas e colocações foi, nos primeiros três meses do ano, de 66,1%, +1,7 p.p. do que no trimestre homólogo.

Figura 2.15. Ofertas de Emprego e Colocações

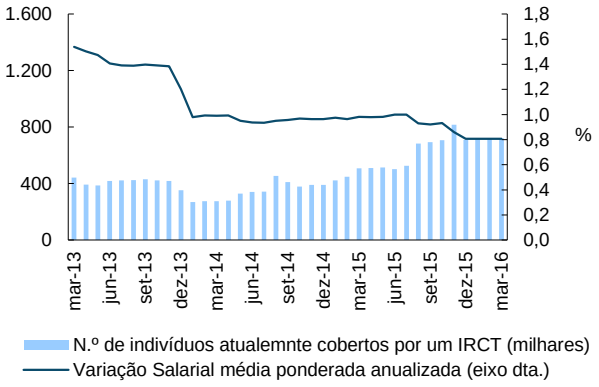
(MM3, VH)



Fonte: IEFP.

No final de março de 2016, estima-se que cerca de 721 mil trabalhadores se encontrem abrangidos por Instrumentos de Regulação Coletiva de Trabalho, um aumento de aproximadamente 41,6% face a igual período de 2015. Já o aumento das remunerações médias implícitas fixou-se nos 0,8%, valor idêntico ao registado em fevereiro.

Figura 2.16. Contratação Coletiva



Fonte: MSESS, estimativas GPEARI.

Quadro 2.5. Indicadores do Mercado de Trabalho

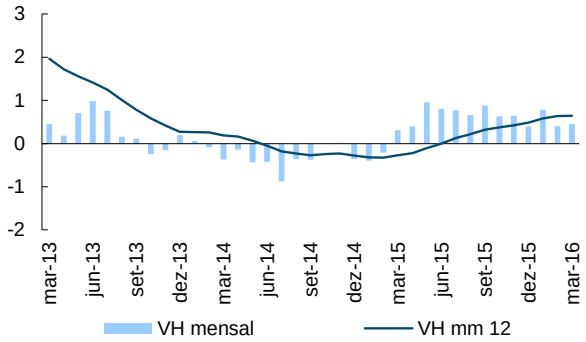
Indicador	Unidade	Fonte	2015	2015				2016	2015		2016		
				1T	2T	3T	4T	1T	nov	dez	jan	fev	mar
Taxa de Desemprego*	%	INE	12,4	13,7	11,9	11,9	12,2	:	12,3	12,2	12,1	12,3	:
Emprego Total*	VH	"	1,1	1,1	1,5	0,2	1,6	:	1,2	1,0	0,9	0,2	:
Desemprego Registado (f.p.)	VH	IEFP	-7,3	-14,4	-12,7	-12,6	-7,3	-2,6	-8,0	-7,3	-7,4	-4,7	-2,6
Desempregados Inscritos (I.p.)	VH	"	-1,3	-2,1	1,8	-2,4	-2,0	-7,1	3,0	-4,6	-5,7	-3,7	-11,8
Ofertas de Emprego (I.p.)	VH	"	10,1	7,5	16,1	12,6	3,6	2,6	4,7	-1,2	-1,8	14,3	-2,7
Contratação Coletiva	VH	MSESS	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Índice do Custo do Trabalho** - Portugal	VH	INE	1,8	4,6	1,9	-0,9	2,0	:	-	-	-	-	-
Índice do Custo do Trabalho** - AE	VH	Eurostat	1,5	2,0	1,8	1,2	1,2	:	-	-	-	-	-

*Valores Trimestrais do Inquérito Trimestral ao Trabalho. Valores mensais das Estimativas Mensais (ajustadas de sazonalidade). **Total, excluindo Administração Pública, Educação, Saúde e Outras Atividade; f.p. - no fim do período; I.p. ao longo do período.

Preços

Em março de 2016, o índice de Preços no Consumidor (IPC) registou uma variação homóloga de 0,4%, valor idêntico ao registado em fevereiro. Em termos de médias móveis de 12 meses, a variação foi de 0,6%, valor idêntico ao do mês precedente.

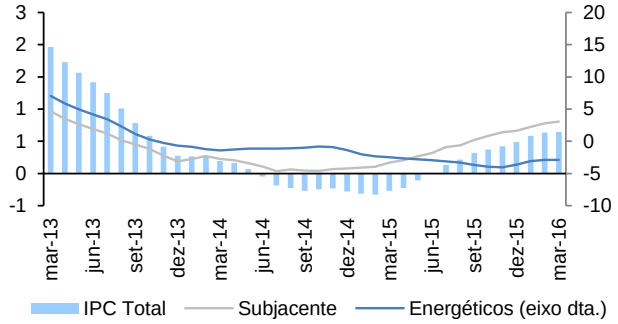
Figura 2.17. Taxa de Variação do IPC
(VH, %)



Fonte: INE.

O IPC subjacente, isto é, o IPC excluindo produtos energéticos e alimentares não processados, cresceu 1%, acelerando 0,1 p.p. face a fevereiro e situando-se 0,6 p.p. acima do registado para o IPC global. A dinâmica do diferencial entre o IPC global e o IPC subjacente reflete uma desaceleração dos bens alimentares não processados compensada pela aceleração dos bens energéticos.

Figura 2.18. Taxa de Variação do IPC (Subjacente e Energéticos)
(MM12, VH, %)



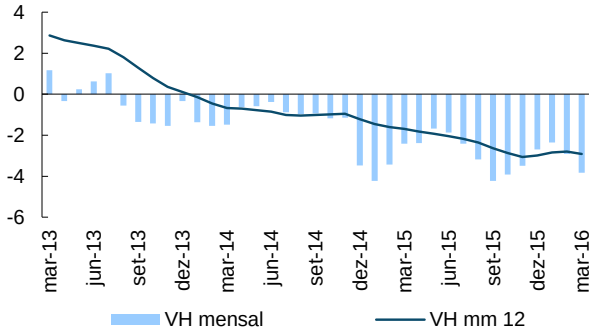
Fonte: INE.

Ao nível das classes do IPC, as que registaram a maior quebra foram os Transportes e os Bens alimentares (-1,4% e -0,7%, respetivamente), com a primeira a refletir essencialmente a evolução dos preços dos combustíveis. Em sentido contrário as Bebidas Alcoólicas e Tabaco e a Comunicação foram as que mais aumentaram (4,4% e 3,3%, respetivamente), sendo também de destacar a classe dos Restaurantes a Hotéis que apresentou uma aceleração de 1,6 p.p. entre fevereiro e março.

A variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) nacional, em março, foi de 0,5%, 0,1 p.p. acima do IPC nacional e 0,3 p.p. acima do valor de fevereiro. Por seu turno, a variação homóloga do IHPC na área do euro foi nula (-0,2% em fevereiro), levando a que o diferencial do IHPC de Portugal e do IHPC médio da aérea do euro se fixasse nos 0,5 p.p. (0,4 p.p. em fevereiro).

Já o Índice de preços na Produção Industrial foi marcado por uma desaceleração, tendo contraído 3,8%, em março (-2,9% em fevereiro).

Figura 2.19. Taxa de Variação do IPPI
(VH, %)



Fonte: INE.

Esta evolução foi fortemente influenciada pela componente energética, que caiu 11,1%, tendo sido o agrupamento industrial com a maior quebra (-8,1% em fevereiro). Ao nível das secções, tanto a Indústria Transformadora como a Eletricidade, Gás, Vapor, Água Quente e Fria e Ar Frio registaram quebras (-4,4% e -1,5%, respetivamente).

Quadro 2.6. Indicadores de Preços

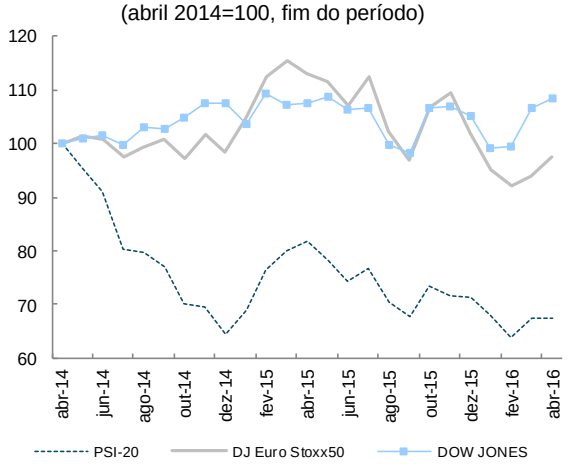
Indicador	Unidade	Fonte	2015	2015						2016		
				jul	ago	set	out	nov	dez	jan	fev	mar
Índice de Preços no Consumidor	VC	INE	:	-0,7	-0,3	0,8	0,1	-0,2	-0,3	-1,0	-0,4	1,9
Índice de Preços no Consumidor	VH	INE	0,5	0,8	0,7	0,9	0,6	0,6	0,4	0,8	0,4	0,4
Índice de Preços no Consumidor	VM12	"	:	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
IPC - Bens	VH	"	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,2	-0,5	-0,4
IPC - Serviços	"	"	1,3	1,3	1,2	1,7	1,6	1,8	1,1	1,5	1,6	1,7
IPC Subjacente*	"	"	0,7	0,7	0,7	1,1	0,9	1,0	0,5	1,0	0,9	1,0
Índice de Preços na Produção industrial	VH	"	-3,0	-2,4	-3,2	-4,2	-3,9	-3,5	-2,7	-2,4	-2,9	-3,8
IHPC	"	"	0,5	0,7	0,7	0,9	0,7	0,6	0,3	0,7	0,2	0,5
Diferencial IHPC PT vs. AE	p.p.	Eurostat	0,5	0,5	0,5	1,0	0,6	0,5	0,1	0,4	0,3	0,5

* IPC subjacente exclui os bens alimentares não transformados e energéticos

Mercado de Capitais, Crédito e Taxas de Juro

Em abril de 2016, assistiu-se a uma valorização dos índices bolsistas internacionais, motivada, em parte, pelo reforço das medidas de caráter acomodatício na área do euro; da redução das expectativas de subida da taxa de juro de referência nos EUA e, da recente tendência de subida dos preços do petróleo impulsionando os ganhos no setor energético. Assim, a 26 de abril de 2016 e, face ao final do mês de março, os índices *Euro Stoxx50* e *Dow Jones* aumentaram cerca de 4% e de 2%, respetivamente (-8% e +1,5%, no 1.º trimestre).

Figura 2.20. Índices Bolsistas
(abril 2014=100, fim do período)

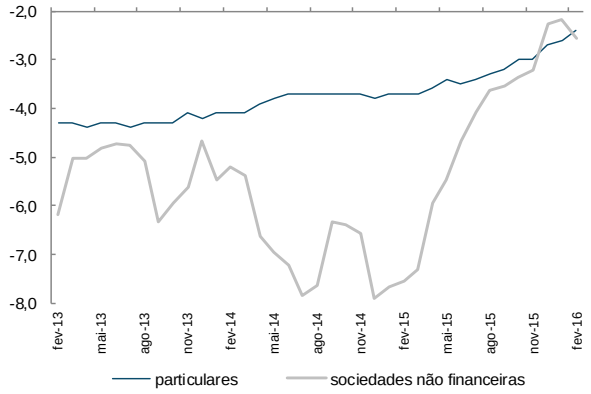


Fontes: CMVM; *Finance Yahoo*. Para abril, o valor é do dia 26.

Já relativamente ao índice PSI-20, este estabilizou em abril de 2016, condicionado por alguma indefinição do setor financeiro e de alguns riscos de incumprimento dos objetivos orçamentais num contexto de elevado nível de endividamento público e privado.

Em fevereiro de 2016, a variação anual dos empréstimos ao setor privado não financeiro foi de -2,5% em termos anuais (-2,4% em janeiro). O agravamento deu-se devido ao crédito atribuído às empresas não financeiras, o qual apresentou uma variação mais negativa.

Figura 2.21. Empréstimos ao Setor Privado
(va, em %)

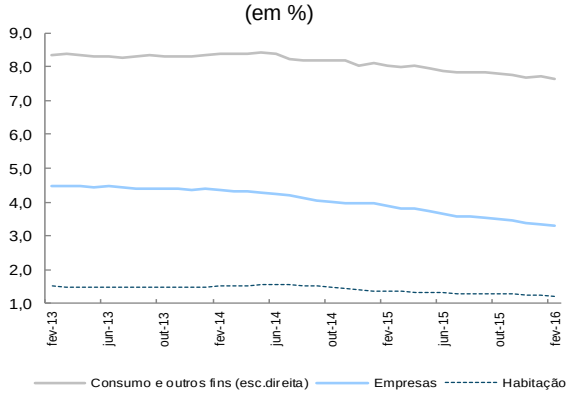


Fonte: Banco de Portugal.

Relativamente ao crédito destinado aos particulares (de -2,6% em janeiro, para -2,4% em fevereiro de 2016), registou-se uma melhoria que se estendeu a todos os segmentos, com destaque para o aumento do crédito ao consumo e para uma variação menos negativa dos empréstimos para outros fins.

As taxas de juro das operações do crédito diminuíram quer para as empresas quer para os particulares, embora de forma mais pronunciada para o primeiro caso, para 3,29% em fevereiro de 2016 (3,37% em dezembro de 2015).

Figura 2.22. Taxas de Juro de Empréstimos
(em %)



Fonte: Banco de Portugal.

Quadro 2.7. Indicadores Monetários e Financeiros

Indicador	Unidade	Fonte	2015	2015						2016		
				jul	ago	set	out	nov	dez	jan	fev	mar
Yield OT 10 anos PT*	%	IGCP	2,5	2,4	2,6	2,4	2,5	2,3	2,5	2,9	3,0	2,9
Yield OT 10 – *Spread* Portugal face a Alemanha*	p.b.	"	186	174	184	180	201	184	186	254	287	278
PSI 20*	VC	CMVM	10,7	2,9	-8,0	-4,1	8,3	-2,2	-0,7	-4,7	-5,9	5,3
Empréstimos a particulares: - para habitação	va**	BP	-3,3	-3,7	-3,7	-3,6	-3,5	-3,5	-3,3	-3,2	-3,1	:
- para consumo	va**	"	2,8	-0,6	-0,1	0,3	0,9	1,3	2,8	3,1	4,5	:
Empréstimos a empresas	va**	"	-2,3	-4,1	-3,6	-3,5	-3,4	-3,2	-2,3	-2,2	-2,6	:
Taxa de Juro de empréstimos p/ habitação*	%	"	1,25	1,29	1,28	1,27	1,26	1,26	1,25	1,24	1,22	:
Taxa de Juro de empréstimos p/ empresas*	%	"	3,37	3,57	3,59	3,55	3,51	3,46	3,37	3,35	3,29	:

* Fim de período; ** Variação anual. Nota: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço.

Finanças Públicas

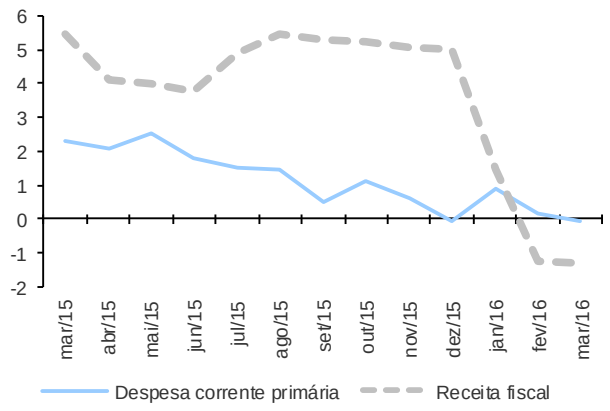
No primeiro trimestre de 2016 o saldo global da conta das Administrações Públicas (ótica de caixa) foi negativo e da ordem dos 824 milhões de euros (superior em 108 milhões de euros ao saldo global negativo registado no mês homólogo do ano anterior). Para este resultado terá contribuído um aumento da despesa total acumulada de 0,8%, superior ao aumento da receita total acumulada de 0,2%. O saldo primário atingiu os 1058 milhões de euros representando uma melhoria de 236 milhões de euros relativamente ao mês homólogo de 2015.

Estado

A execução orçamental do subsetor Estado registou até março um saldo global negativo de 1961 milhões de euros, representando um agravamento em cerca de 419 milhões de euros relativamente ao período homólogo de 2015.

No mesmo período o saldo primário regista também um défice de 219 milhões de euros, revelando uma variação negativa face ao mês anterior de 437 milhões de euros, mas um agravamento de apenas 41 milhões de euros relativamente ao mês homólogo do ano anterior.

Figura 2.23. Execução Orçamental do Estado
(VHA, em %)



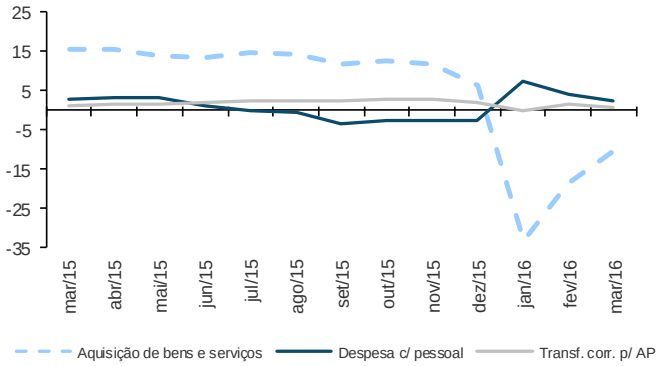
Fonte: DGO.

A evolução do saldo global resulta de um crescimento de 3,3% da despesa total relativamente ao mês homólogo do ano anterior que foi acompanhado de uma redução da receita total de 0,5%.

A redução da receita total tem explicação na redução, em termos homólogos, dos impostos diretos em 0,7% e na redução dos impostos indiretos de 1,7%.

Relativamente à evolução da despesa total, destaca-se o aumento de 27,8% da despesa com *Juros e Outros Encargos* e o aumento de 2,6% das *Despesas com o Pessoal*. Em contrapartida a despesas com *Subsídios* e a despesa com a *Aquisição de Bens e Serviços* registaram reduções de 28,3% e 10,3%, respetivamente.

Figura 2.24. Despesa do Estado – principais componentes
(VHA, em %)



Fonte: DGO.

Quadro 2.8. Execução Orçamental do Estado

	2015	2016	2015	2016*	2016			
	jan a mar		jan a mar		dez	jan	fev	mar
	10^6 euros		%		VHA (%)			
Receita Total	9889	9844	7,2	:	4,1	6,6	2,2	-0,5
Receita corrente	9831	9782	7,2	:	4,6	6,0	1,9	-0,5
Impostos diretos	3634	3608	6,7	:	4,0	12,0	2,6	-0,7
Impostos indiretos	5297	5208	7,6	:	5,9	-6,7	-3,6	-1,7
Despesa Total	11431	11805	7,2	:	0,3	1,1	5,0	3,3
Despesa corrente	11143	11517	7,1	:	0,2	1,9	4,8	3,4
Despesa com pessoal	2120	2176	8,2	:	-2,6	7,6	4,3	2,6
Aquisição bens e serviços	287	258	4,4	:	6,6	-33,3	-18,7	-10,3
Subsídios	21	15	8,7	:	-41,7	-82,1	-26,3	-28,3
Juros	1364	1742	1,7	:	1,6	27,2	33,8	27,8
Transferências corr. p/ AP	6402	6444	8,7	:	2,3	-0,1	1,5	0,7
Saldo Global	-1542	-1961	-	-	-	-	-	-
Saldo Primário	-178	-219	-	-	-	-	-	-

*O Orçamento do Estado apenas entrou em vigor a 31 de março, pelo que durante o mês de março a execução orçamental estabeleceu-se ainda sob regime de duodécimos. Fonte: DGO.

Serviços e Fundos Autónomos, (SFA) incluindo as Empresas Públicas Reclassificadas (EPR)

A execução orçamental dos SFA (incluindo o SNS e as EPR) revelou em março um saldo global de 294 milhões de euros, o que significa um agravamento de 222 milhões de euros relativamente ao mês anterior e uma redução de 139 milhões de euros face ao período homólogo.

A receita total registou uma redução de 2,2% que foi acompanhada de uma redução de apenas 0,2% da despesa total, em termos homólogos.

Do lado da receita efetiva, destacam-se os crescimentos das receitas fiscais (18,9% em relação ao período homólogo de 2015) e das *Contribuições para a Segurança Social, CGA e ADSE* (1,6% *idem*).

Na despesa total destaca-se o aumento homólogo de 4,5% das *Despesas com o Pessoal*, acompanhado de uma redução de 1,6% da despesa com a *Aquisição de Bens e Serviços.*

As EPR incluídas neste subsector registaram no mesmo período um saldo global negativo de 253 milhões de euros, o que representa um agravamento de 189 milhões de euros face ao mês anterior. Relativamente ao mês homólogo, o agravamento foi de apenas 56 milhões de euros.

Serviço Nacional de Saúde (SNS)

No final do mês de março, a execução orçamental do SNS traduzia-se num saldo global negativo (ótica de compromissos) de 92 milhões de euros. Este resultado representa uma variação negativa de 19 milhões de euros relativamente ao mês homólogo do ano anterior.

Para este resultado terá contribuído uma variação homóloga de 2,8% da receita total mais do que compensada com uma variação da despesa total de 3,6%.

Caixa Geral de Aposentações (CGA)

A execução orçamental da CGA revelou um saldo global de 60 milhões de euros, praticamente da mesma ordem de grandeza do registado no mês homólogo de 2015 (73 milhões de euros).

A receita total manteve-se inalterada relativamente ao valor registado no mês homólogo, e a despesa total cresceu 0,5%.

A evolução da receita total foi marcada por um aumento de 1,5% da receita proveniente de *Quotas e Contribuições* acompanhada de uma redução de 2,2% das transferências correntes do OE. Do lado da despesa destaca-se o aumento de 0,5% da despesa com Pensões.

Quadro 2.9. Execução Orçamental dos Serviços e Fundos Autónomos

	Serviços e Fundos Autónomos			*dos quais:* Empresas Públicas Reclassificadas		
	2015	2016		2015	2016	
	jan a mar			jan a mar		
	10^6 euros	10^6 euros	Grau de execução (%)*	10^6 euros	10^6 euros	Grau de execução (%)*
Receita Total	6 801	6 652	:	2 016	1935	21,8
Contribuições p/ Seg. Social, CGA e ADSE	939	954	:	-	-	-
Transferências correntes das Adm. Públicas	3 946	3 908	:	120	88	19,6
Despesa Total	6 368	6 358	:	2 214	2 189	21,0
Despesa com pessoal	1382	1444	:	781	831	22,3
Aquisição de bens e serviços	1409	1387	:	662	631	19,3
Transferências correntes	2 522	2 610	:	14	13	21,2
Saldo Global	433	294	-	- 198	- 253	-

*O Orçamento do Estado apenas entrou em vigor a 31 de março, pelo que durante o mês de março a execução orçamental estabeleceu-se ainda sob regime de duodécimos.
Fonte: DGO.

Quadro 2.10. Execução Financeira do SNS e Orçamental da CGA

	Serviço Nacional de Saúde					Caixa Geral de Aposentações			
	2015	2016				2015	2016		
	jan a mar					jan a mar			
	10^6 euros		VHA (%)	Execução face ao OE (%)		10^6 euros		VHA (%)	Execução face ao OE (%)
Receita Total	2 044	2 102	2,8	-	Receita Total	2 334	2 333	0,0	:
Receita fiscal	24	28	-	-	Contribuições p/ a CGA	938	953	1,5	:
Outra receita corrente	2 019	2 067	2,4	-	Quotas e contribuições	913	927	1,5	:
Receita de capital	1	7	-	-	Transferências correntes do OE	1 215	1 188	-2,2	:
Despesa Total	2 117	2 194	3,6	-	Comparticipação do OE	1 156	1 131	-2,1	:
Despesa com pessoal	896	931	3,9	-	Compensação por pagamento de pensões	59	57	-2,8	:
Aquisição de bens e serviços	1 187	1 222	2,9	-	Despesa Total	2 261	2 273	0,5	:
Despesa de capital	15	17	13,2	-	Pensões	2 216	2 227	0,5	:
Saldo Global	- 73	- 92	-	:	Saldo Global	73	60	-	:

Nota: O Orçamento do Estado apenas entrou em vigor a 31 de março, pelo que durante o mês de março a execução orçamental estabeleceu-se ainda sob regime de duodécimos.
Fontes: Administração Central do Sistema de Saúde e DGO.

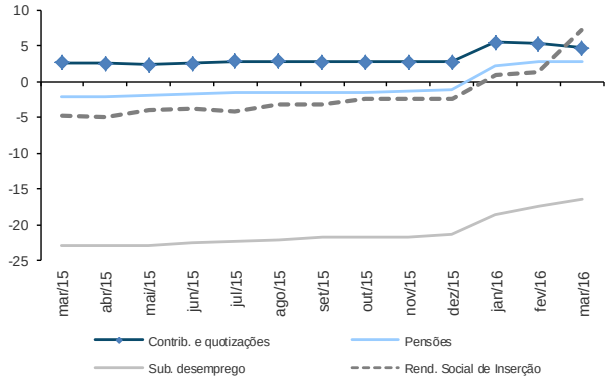
Segurança Social

A execução orçamental da Segurança Social registou em março, um saldo global de 738 milhões de euros. Este resultado representa uma melhoria de 328 milhões de euros relativamente ao saldo do mês homólogo de 2015.

A evolução do saldo está em linha com a evolução dos meses anteriores e resulta do efeito combinado de um aumento da receita total, em termos homólogos, de 4,5% e de uma redução da despesa total de 1%.

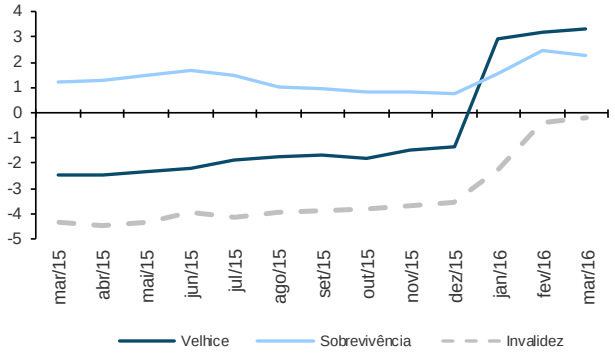
No aumento da receita destaca-se o crescimento da receita com origem nas *Contribuições e Quotizações* (4,7% em termos homólogos) e na despesa a redução das despesas com o *Subsídio de Desemprego e Apoio ao Emprego* (16,5% em termos homólogos).

Figura 2.25. Execução Orçamental da Seg. Social
(VHA, em %)



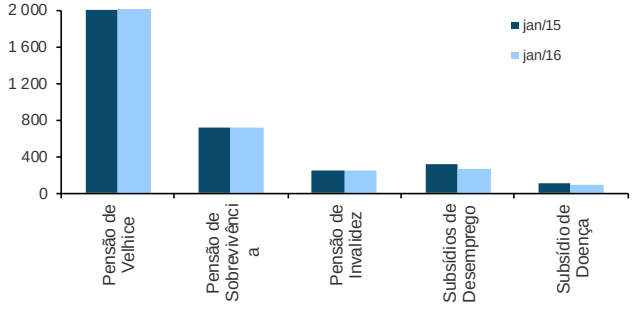
Fonte: DGO.

Figura 2.26. Despesa em Pensões da Seg. Social
(VHA, em %)



Fonte: DGO.

Figura 2.27. Número de Pensões e Subsídios Atribuídos
(milhares, em final do mês)



Fonte: MTSS.

Quadro 2.11. Execução Orçamental da Segurança Social

	Segurança Social				
	2015	2016		2015	2016
	jan a mar			jan	
	10^6 euros	10^6 euros	VHA	Execução face ao OE (%)	
Receita Total	6036	6308	4,5	8,6	:
Contribuições e quotizações	3400	3560	4,7	8,7	:
Transferências correntes da Adm. Central *	2010	2071	3,0	8,3	:
Despesa Total	5625	5570	-1,0	7,9	:
Pensões	3501	3601	2,9	7,6	:
Pensões de velhice do reg. subst. bancário	123	121	-1,8	10,6	:
Subsídio de desemp. e apoio ao emprego	494	412	-16,5	8,0	:
Prestações e ação social	405	398	-1,5	8,1	:
Saldo Global	411	738	-	-	-

*Não inclui IVA social e transferências no âmbito do Plano de Emergência Social.
Fonte: DGO
Nota: O Orçamento do Estado apenas entrou em vigor a 31 de março, pelo que durante o mês de março a execução orçamental estabeleceu-se ainda sob regime de duodécimos.

Administração Regional

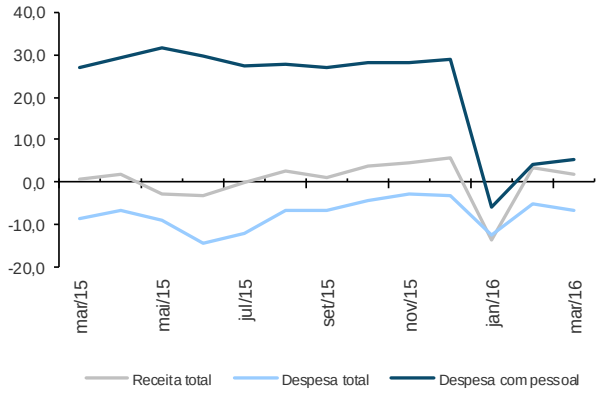
Em março, o saldo da execução orçamental do subsector da Administração Regional foi de - 25 milhões de euros, representando uma melhoria de 45 milhões de euros relativamente ao saldo registado no mês homólogo de 2015.

A melhoria do saldo encontra fundamento na evolução da receita total, que cresceu 1,9%, e na redução da despesa total em 6,6% face ao mês homólogo.

Na evolução da receita destaca-se o aumento de 16,1% das receitas com origem em *Transferências* Correntes recebidas. Na despesa total, a redução das despesas com a *Aquisição de Bens e* Serviços (-8,9% em termos homólogos) e das despesas de *Investimento* (-65,2%) mais do que compensaram o aumento de 5,3% das *Despesas com o Pessoal*.

Figura 2.28. Execução Orçamental da Administração Regional

(VHA, em %)



Fonte: DGO.

Administração Local

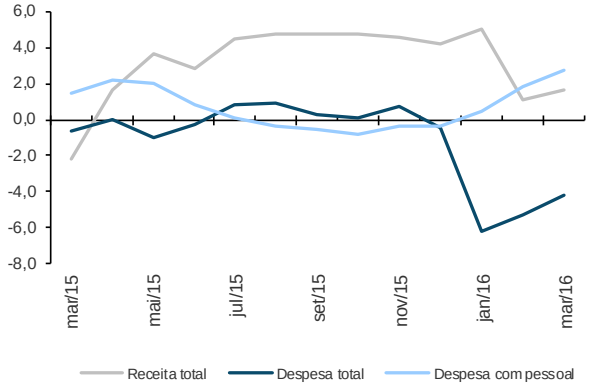
No mesmo período, a execução orçamental do subsector da Administração Local traduziu-se num saldo global positivo de 130 milhões de euros (melhoria de 78 milhões de euros em termos homólogos).

A melhoria registada no saldo está ancorada no aumento de 1,6% da receita total e de uma redução de 4,2% da despesa total.

A redução da despesa total resulta, essencialmente, da redução, em termos homólogos, da despesa com *Transferências Correntes* (-9.3%) e da despesa de *Investimento* (-31,7%) que compensaram o aumento de 2,8% das *Despesas com o Pessoal*.

Figura 2.29. Execução Orçamental da Administração Local

(VHA, em %)



Fonte: DGO.

Quadro 2.12. Execução Orçamental das Administrações Local e Regional

	Administração Regional		Administração Local			
	2015	2016	2015	2016		
	jan a mar		jan a mar			
	10^6 euros		10^6 euros		Grau de execução (%)*	VHA (%)
Receita total	477	486	1 361	1 383	:	1,6
Impostos	300	302	299	314	:	5,1
Transferências correntes	16	19	640	610	:	-4,6
Despesa total	548	511	1 309	1 253	:	-4,2
Pessoal	219	230	512	526	:	2,8
Aquisição de bens e serviços	120	110	397	399	:	0,5
Transferências correntes	49	48	116	105	:	-9,3
Investimento	59	20	191	130	:	-31,7
Saldo global	- 70	- 25	52	130	-	-

* O Orçamento do Estado apenas entrou em vigor a 31 de março, pelo que durante o mês de março a execução orçamental estabeleceu-se ainda sob regime de duodécimos.
Fonte: DGO.

Dívida Pública

Dívida Pública das Administrações Públicas (ótica de Maastricht)

A dívida consolidada do sector das AP (critério de Maastricht) atingiu no final do mês de fevereiro o montante de 231.342 milhões de euros, representando uma redução de 3.383 milhões de euros (-1,4%) relativamente ao mês anterior, embora mantendo-se praticamente ao nível do valor registado no final de 2015.

A Administração Central continua a ser o principal responsável pela dívida das Administrações Públicas (95,3%).

No mesmo período, o valor dos depósitos detidos pela Administração Central ascendia a 13.289 milhões de euros. Este valor situa-se ao nível do registado no final de 2015, mas representa uma redução de 3.920 milhões de euros (-22,8%) relativamente ao mês anterior.

Quadro 2.13. Dívida das Administrações Públicas
(milhões de euros)

	2015 dez	2016 jan	2016 fev
Administrações Públicas	231 345	234 725	231 342
Por subsector:			
Administração Central	233 139	236 990	233 762
Administração Regional e Local	10 646	10 673	10 626
Segurança Social	2	1	2
Consolidação entre subsectores	12 442	12 940	13 047
por memória:			
Depósitos da Administração Central	13 252	17 209	13 289

Fonte: Banco de Portugal.

Dívida não Financeira das Administrações Públicas

Quadro 2.14. Dívida não Financeira das AP
(milhões de euros)

	2015 dez	2016 fev	2016 mar
Administrações Públicas	2 182	2 460	2 545
Por subsector:			
Administração Central	290	382	403
Administração Regional	638	661	661
Administração Local	1 254	1 417	1 481
Segurança Social	0	0	0

Fonte: DGO.

No final de março, a dívida não financeira do sector das AP ascendia a 2.545 milhões de euros (um aumento de 85 milhões de euros relativamente ao mês anterior - cerca de 3,4% - e um aumento de 362 milhões de euros face ao final de 2015).

Mantem-se estável o peso relativo dos subsetores com predominância para o subsector da Administração Local com um peso de 58% relativamente ao valor total da dívida. O subsetor da Administração Regional representa 26% e o subsetor da Administração Central 16%.

No período em análise, o valor dos pagamentos em atraso no conjunto das AP foi de 1.029 milhões de euros. Este valor representa um aumento de 15 milhões de euros relativamente ao mês anterior, e um aumento de 109 milhões de euros face ao final de 2015.

Como vem sendo habitual, os Hospitais EPE são responsáveis por mais de metade do valor dos pagamentos em atraso (53,4%) e estas entidades, juntamente com o subsetor da Administração Local (24,0%), representam cerca de 77,4% do valor total dos pagamentos em atraso no final do período considerado.

Quadro 2.15. Pagamentos em Atraso (milhões de euros)

	2014 dez	2016 fev	2016 mar
Administrações Públicas	1 539	1 014	1 029
Por subsector:			
Administração Central (excl. saúde)	22	15	17
SNS	7	14	17
Hospitais EPE	553	539	550
Empresas Públicas Reclassificadas	3	14	14
Administração Regional	516	191	183
Administração Local	437	241	247
Outras Entidades	1	1	1
Empresas públicas não reclassificadas	1	1	1
Adm. Públicas e outras entidades	1 539	1 014	1 029

Fonte: DGO.

Dívida Direta do Estado

No final do primeiro trimestre, a dívida direta do Estado situava-se em 227.319 milhões de euros. Este valor é superior em 799 milhões de euros ao registado no final do mês anterior. A variação do *stock* da dívida é explicada por um aumento de 1.456 da dívida transacionável e por uma redução em 195 milhões de euros da dívida não transacionável. Em março, foi emitida dívida no valor de 3.876 milhões de euros e amortizada dívida no valor de 2.952 milhões de euros.

Quadro 2.16. Movimento da Dívida Direta do Estado
(milhões de euros)

	29/fev/16	mar/16			31/mar/16
	Saldo	Emissões	Amortiz.	Outros	Saldo
Transacionável	125 932	2 877	1 748	140	127 388
da qual: Bilhetes do Tesouro	14 445	1 647	1 539	0	13 755
da qual: Obrigações Tesouro	104 357	1 230	80	- 44	106 738
Não Transacionável	30 210	999	1 205	-	30 014
da qual: Cert.Aforro e do Tesouro	21 331	220	60	0	21 675
da qual: CEDIC e CEDIM	5 999	769	1 135	0	5 694
Prog. de Ajustamento Económico	70 379	0	0	477	69 917
Total	226 521	3 876	2 952	617	227 319

Fonte: IGCP.

Emissões e Amortizações de Dívida

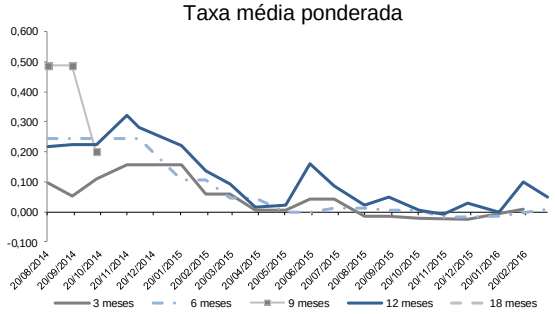
Durante o mês de abril o IGCP, E.P.E., colocou no mercado Bilhetes do Tesouro no montante global de 1.100 milhões de euros distribuídos por dois leilões (fase competitiva do leilão) com as seguintes características:

- 20 de abril, um montante de 300 milhões de euros, com maturidade em julho de 2016, e uma taxa média de -0,004%;
- na mesma data, um montante de 800 milhões de euros, com maturidade em março de 2017, e uma taxa média de 0,037 %.

No mesmo mês foram realizadas duas operações de colocação de Obrigações do Tesouro, num montante total de 1.500 milhões de euros (fase competitiva do leilão), com as seguintes características:

- 6 de abril, um montante de 1.000 milhões de euros, com maturidade em outubro de 2022 e uma taxa de colocação de 2,576%;
- na mesma data, um montante de 500 milhões de euros, com maturidade em fevereiro de 2045 e uma taxa de colocação de 4,235%

Figura 2.30. Emissões de BT
Taxa média ponderada



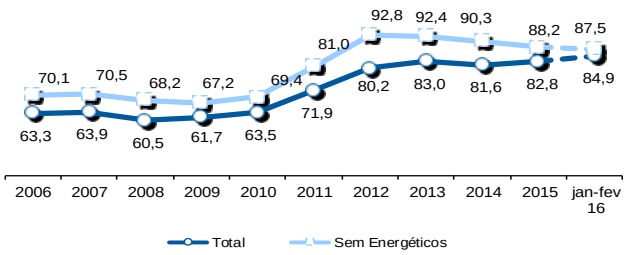
Fonte: IGCP.

3. Comércio Internacional [1]

Evolução global [2]

De acordo com os resultados preliminares recentemente divulgados pelo Instituto Nacional de Estatística, nos primeiros dois meses de 2016, as exportações de mercadorias diminuíram, em termos homólogos, 0,8% enquanto as importações aumentaram 1,9% [3]. Nesse período, o défice da balança comercial de mercadorias (fob/cif) agravou-se 20,5%. Excluindo os produtos energéticos, as exportações cresceram 1,1% e as importações registaram uma variação homóloga positiva de 6,5% (Quadro 3.1).

Figura 3.1. Evolução da Taxa de Cobertura (fob/cif) das Importações pelas Exportações de Mercadorias
(%)



Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional de Mercadorias do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.

Quadro 3.1. Evolução da Balança Comercial
(valores acumulados)

Intra + Extra-EU (milhões de Euros)	janeiro a fevereiro			VH	
	2015	2016	VH	Últimos 3 meses	Últimos 12 meses
Exportações (fob)	7 760	7 700	-0,8	-1,2	3,5
Importações (cif)	8 901	9 073	1,9	1,4	3,5
Saldo (fob-cif)	-1 140	-1 374	20,5	14,9	3,7
Cobertura (fob/cif)	87,2	84,9	-	-	-
Sem energéticos:					
Exportações (fob)	7 193	7 276	1,1	1,0	4,6
Importações (cif)	7 811	8 319	6,5	6,4	7,6
Saldo (fob-cif)	-617	-1 043	68,9	52,9	34,9
Cobertura (fob/cif)	92,1	87,5	-	-	-
Extra-EU (milhões de Euros)	**janeiro a fevereiro**			**VH**	
	2015	2016	VH	Últimos 3 meses	Últimos 12 meses
Exportações (fob)	2 010	1 645	-18,2	-14,5	-5,0
Importações (cif)	1 963	1 935	-1,4	-4,1	-1,1
Saldo (fob-cif)	47	-290	-718,4	-801,7	146,8
Cobertura (fob/cif)	102,4	85,0	-	-	-

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional de Mercadorias do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.
Notas:
Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.

Nos primeiros dois meses de 2016, as exportações representaram 84,9% das importações, o que se traduziu num decréscimo de 2,3 p.p. na taxa de cobertura das importações pelas exportações, face ao período homólogo. Excluindo os produtos energéticos, as exportações passaram a representar 87,5% das importações (-4,6 p.p. que em igual período do ano transato).

Quadro 3.2. Balança Comercial: mês de fevereiro

Valores em milhões de Euros

janeiro a fevereiro	2015	2016	TVH
Intra+Extra UE			
Exportações (fob)	7 760	7 700	-0,8
Importações (cif)	8 901	9 073	1,9
Saldo (fob-cif)	- 1 140	- 1 374	20,5
Cobertura (fob/cif)	87,2	84,9	-
Intra UE			
Exportações (fob)	5 750	6 055	5,3
Importações (cif)	6 937	7 138	2,9
Saldo (fob-cif)	- 1 187	- 1 083	-8,8
Cobertura (fob/cif)	82,9	84,8	-
Extra UE			
Exportações (fob)	2 010	1 645	-18,2
Importações (cif)	1 963	1 935	-1,4
Saldo (fob-cif)	47	- 290	-718,4
Cobertura (fob/cif)	102,4	85,0	-

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.
Nota:
Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.

Nos primeiros dois meses de 2016, o défice da balança comercial de mercadorias Intra UE recuperou 8,8% em termos homólogos, com as exportações de mercadorias a crescerem 5,3% e as importações a aumentarem 2,9%. O défice da balança comercial de mercadorias Extra UE agravou-se 243 milhões de euros (Quadro 3.2).

Quadro 3.3. Evolução Mensal e Trimestral

Intra+Extra UE (milhões de Euros)	IMPORTAÇÕES (Cif)			EXPORTAÇÕES (Fob)		
	2015	2016	TVH	2015	2016	TVH
jan	4 421	4 358	-1,4	3 788	3 697	-2,4
fev	4 480	4 716	5,3	3 973	4 002	0,8
mar	5 315			4 408		
abr	5 243			4 258		
mai	5 352			4 251		
jun	5 411			4 555		
jul	5 410			4 696		
ago	4 213			3 319		
set	5 216			4 140		
out	5 336			4 524		
nov	5 027			4 330		
dez	4 772			3 622		
1º Trim	14 216			12 168		
2º Trim	16 006			13 064		
3º Trim	14 839			12 155		
4º Trim	15 135			12 476		

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional de Mercadorias do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.
Nota:
Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.

[1] Informação mais desagregada pode ser consultada em www.gee.min-economia.pt ("Síntese Estatística do Comércio Internacional, nº4/2015").
[2] Os dados de base do comércio internacional (Intra e Extra UE) divulgados para o mês de fevereiro de 2016 correspondem a uma versão preliminar. Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas (valor das transações das empresas para as quais o INE não recebeu ainda informação) assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação (valor anual das operações intracomunitárias abaixo do qual os operadores são dispensados da declaração periódica estatística Intrastat, limitando-se à entrega da declaração periódica fiscal: no caso de Portugal, 250 mil euros para as importações da UE e 250 mil para as exportações para a UE, em 2013). Por outro lado, a atual metodologia considera, para além do confronto regular entre as declarações Intrastat e do IVA, a comparação com os dados com a IES.
[3] Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.

Exportações de Mercadorias

Nos primeiros dois meses de 2016, as exportações de mercadorias diminuíram, em termos homólogos, 0,8%. Excluindo os produtos energéticos, registou-se um crescimento de 1,1%.

Entre janeiro e fevereiro de 2016, destaca-se o contributo positivo dos produtos "Químicos" (+1 p.p.), seguido do contributo dos "Produtos acabados diversos" (+0,8 p.p.), dos "Têxteis, vestuário e seus acessórios" e da "Madeira, cortiça e papel" (ambos com +0,6 p.p.). As "Máquinas e aparelhos e suas partes" são o grupo de produtos que maior peso tem nas exportações de mercadorias (15,2%). Seguem-se os "Químicos" (12,9%).

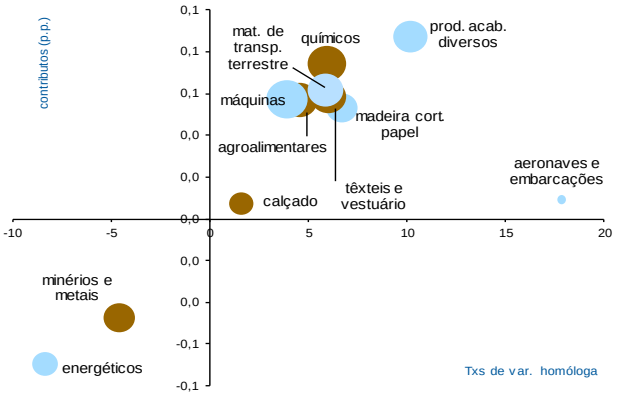
A Figura 3.2 apresenta os contributos dos diversos grupos de produtos para o crescimento das exportações no último ano a terminar em fevereiro de 2016.

Nesse período, a maioria dos grupos de produtos contribuiu positivamente para o crescimento das exportações de mercadorias (+3,5%). Os "Produtos acabados diversos" foram os que mais contribuíram para este comportamento (+0,9 p.p.). Segue-se o contributo positivo dos "Químicos" (+0,7 p.p.).

De referir, ainda, os contributos do "Material de transporte terrestre", dos "Têxteis, vestuário e seus acessórios", das "Máquinas, aparelhos e suas partes" e dos "Agroalimentares", para o crescimento das exportações de mercadorias (todos com contributos de 0,6 p.p.).

Figura 3.2. Contributos para o Crescimento das Exportações por Grupos de Produtos (p.p.)

Últimos 12 meses a terminar em fevereiro de 2016 (Total: 3,5%)



Fonte: Quadro 3.4. Exportações de Mercadorias por Grupos de Produtos.
Nota:
A dimensão dos círculos representa o peso relativo de cada grupo de produtos no total das exportações no período em análise.

Quadro 3.4. Exportações * de Mercadorias por Grupos de Produtos

(Fob) **Intra + Extra UE**

Grupos de Produtos	Milhões de Euros jan-fev		Estrutura (%) Anual		Estrutura (%) jan-fev		Tax. variação e contributos últimos 12 meses [1]		Tax. variação e contributos jan-fev	
	2015	2016	2010	2015	2015	2016	VH [2]	contrib. p.p. [3]	VH	contrib. p.p. [3]
Total das Exportações	**7 760**	**7 700**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**3,5**	**3,5**	**-0,8**	**-0,8**
Agro-alimentares	923	885	11,7	12,7	11,9	11,5	4,5	0,6	-4,1	-0,5
Energéticos	567	424	6,4	7,6	7,3	5,5	-8,4	-0,7	-25,3	-1,8
Químicos	919	994	11,9	12,6	11,8	12,9	6,0	0,7	8,2	1,0
Madeira, cortiça e papel	612	658	9,0	8,1	7,9	8,6	6,7	0,5	7,6	0,6
Têxteis, vestuário e seus acessórios	803	849	10,4	9,8	10,3	11,0	6,0	0,6	5,8	0,6
Calçado, peles e couros	383	394	4,1	4,3	4,9	5,1	1,6	0,1	2,8	0,1
Minérios e metais	778	667	10,7	9,7	10,0	8,7	-4,6	-0,5	-14,3	-1,4
Máquinas e aparelhos e suas partes	1 141	1 169	15,1	14,6	14,7	15,2	3,9	0,6	2,4	0,4
Material de transp. terrestre e suas partes	918	865	11,6	10,9	11,8	11,2	5,8	0,6	-5,7	-0,7
Aeronaves, embarcações e suas partes	40	55	0,6	0,6	0,5	0,7	17,8	0,1	36,3	0,2
Produtos acabados diversos	677	739	8,6	9,0	8,7	9,6	10,2	0,9	9,3	0,8
Por memória:										
Total sem energéticos	7 193	7 276	93,6	92,4	92,7	94,5	4,6	4,2	1,1	1,1

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional de Mercadorias do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de
Notas:
Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros.
[1] Últimos 12 meses a terminar em fevereiro de 2016.
[2] (mar 15-fev 16)/(mar 14-fev 15) x 100 - 100.
[3] Contributos para a taxa de crescimento das exportações - análise shift-share : (TVH) x (peso no período homólogo anterior) ÷ 100.

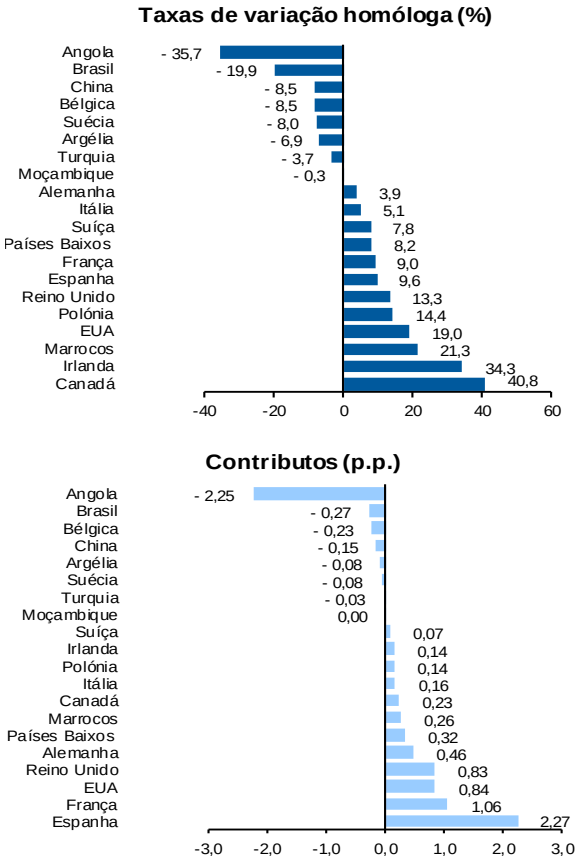
Nos primeiros dois meses de 2016, as exportações para a UE cresceram, em termos homólogos, 5,3%. As exportações com destino aos países da UE-15 registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 4,8% enquanto as exportações com destino aos Países do Alargamento cresceram 14,6%. As exportações para países terceiros registaram uma taxa de variação homóloga negativa de 18,2% (Quadro 3.5).

As exportações para a França registaram o maior contributo positivo Intra UE-15 (+1,1 p.p.), seguida das exportações para Espanha (+0,6 p.p.), Bélgica e Reino Unido (ambos com +0,5 p.p.).

No último ano a terminar em fevereiro de 2016, as exportações para os países Intra UE cresceram, em termos homólogos, 6,9%. As exportações para os países da UE-15 registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 6,8 %. As exportações para Espanha (+2,3 p.p.) e a França (+1,1 p.p.) foram as que mais contribuíram para o crescimento das exportações. Entre os países terceiros, destaca-se a variação homóloga positiva das exportações para o Canadá (+40,8%), Marrocos (+21,3%) e EUA (+19%). No mesmo período, destaca-se o decréscimo das exportações com destino a Angola (-35,7%) e Brasil (-19,9%) (Figura 3.3).

Figura 3.3. Taxas de Crescimento das Exportações para uma Seleção de Mercados e Contributos

Últimos 12 meses a terminar em fevereiro de 2016



Fonte: Quadro 3.5. Evolução das Exportações de Mercadorias com destino a uma Seleção de Mercados.

Quadro 3.5. Evolução das Exportações de Mercadorias com Destino a uma Seleção de Mercados

Intra + Extra-UE (Fob)

Valores em milhões de Euros

Destino	jan-fev		Estrutura (%)				Taxas de variação e contributos			
			anual		jan-fev		12 meses [1]		jan-fev	
	2015	2016	2010	2015	2015	2016	VH [2]	contrib. p.p.[3]	VH	contrib. p.p.[3]
TOTAL	**7 760**	**7 700**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**3,5**	**3,5**	**-0,8**	**-0,8**
Intra UE	**5 750**	**6 055**	**75,4**	**72,8**	**74,1**	**78,6**	**6,9**	**4,9**	**5,3**	**3,9**
dos quais:										
UE-15	**5 476**	**5 741**	**72,3**	**69,2**	**70,6**	**74,6**	**6,8**	**4,6**	**4,8**	**3,4**
Espanha	1977	2 022	27,0	25,0	25,5	26,3	9,6	2,3	2,3	0,6
França	955	1037	12,0	12,1	12,3	13,5	9,0	1,1	8,6	1,1
Alemanha	980	954	13,0	11,8	12,6	12,4	3,9	0,5	-2,7	-0,3
Reino Unido	522	558	5,5	6,7	6,7	7,2	13,3	0,8	6,9	0,5
Países Baixos	301	336	3,9	4,0	3,9	4,4	8,2	0,3	11,5	0,4
Itália	245	270	3,7	3,2	3,2	3,5	5,1	0,2	10,3	0,3
Bélgica	180	222	2,6	2,3	2,3	2,9	-8,5	-0,2	23,3	0,5
Suécia	67	85	1,0	0,8	0,9	1,1	-8,0	-0,1	27,3	0,2
Irlanda	35	59	0,3	0,5	0,4	0,8	34,3	0,1	70,3	0,3
Alargamento	**274**	**314**	**3,2**	**3,6**	**3,5**	**4,1**	**9,4**	**0,3**	**14,6**	**0,5**
Polónia	89	90	0,9	1,1	1,1	1,2	14,4	0,1	1,3	0,0
Extra UE	**2 010**	**1645**	**24,6**	**27,2**	**25,9**	**21,4**	**-5,0**	**-1,4**	**-18,2**	**-4,7**
dos quais:										
EUA	342	308	3,5	5,1	4,4	4,0	19,0	0,8	-10,0	-0,4
Angola	340	190	5,1	4,2	4,4	2,5	-35,7	-2,2	-44,1	-1,9
China	127	65	0,6	1,7	1,6	0,8	-8,5	-0,2	-48,8	-0,8
Marrocos	79	101	0,8	1,4	1,0	1,3	21,3	0,3	28,5	0,3
Brasil	120	77	1,2	1,1	1,5	1,0	-19,9	-0,3	-35,9	-0,6
Argélia	90	59	0,6	1,1	1,2	0,8	-6,9	-0,1	-33,7	-0,4
Suíça	72	80	0,9	0,9	0,9	1,0	7,8	0,1	11,3	0,1
Turquia	44	49	0,7	0,7	0,6	0,6	-3,7	0,0	13,1	0,1
Canadá	39	53	0,5	0,7	0,5	0,7	40,8	0,2	37,2	0,2
Moçambique	60	39	0,4	0,7	0,8	0,5	-0,3	0,0	-35,1	-0,3
Por memória:										
OPEP[4]	517	313	7,0	6,6	6,7	4,1	-27,1	-2,4	-39,4	-2,6
PALOP	449	288	6,5	5,6	5,8	3,7	-28,7	-2,2	-35,8	-2,1
EFTA	102	107	1,1	1,4	1,3	1,4	13,0	0,2	4,8	0,1

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional de Mercadorias do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado).
Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.
Notas:
Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros.
Países ordenados por ordem decrescente de valor no ano de 2015.
[1] Últimos 12 meses a terminar em fevereiro de 2016.
[2](mar 15-fev 16)/(mar 14-fev 15) x 100 - 100.
[3] Contributos para a taxa de crescimento das exportações - análise shift-share: (TVH) x (peso no período homólogo anterior) ÷ 100.
[4] Inclui Angola.

Importações de Mercadorias

De janeiro a fevereiro de 2016, as importações de mercadorias registaram uma variação homóloga positiva de 1,9% (Quadro 3.6).

À exceção dos produtos "Energéticos" (-3,8 p.p.) e dos "Minérios e Metais" (-0,3 p.p.), praticamente todos os restantes grupos registaram um contributo positivo para o crescimento das importações totais destacando-se o comportamento das importações de "Material de transporte terrestre", "Químicos" e "Agroalimentares" (+1,7 p.p., +1,4 p.p. e +1 p.p., respetivamente).

A UE-28 mantém-se como principal mercado de origem das importações portuguesas (78,7%).

Nos primeiros dois meses de 2016, as importações de mercadorias provenientes do mercado comunitário cresceram, em termos homólogos, 2,9%, sendo que as provenientes dos países da UE-15 cresceram, em termos homólogos, 2,7%. As importações provenientes dos países do Alargamento registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 6,8%.

As importações de mercadorias provenientes de países terceiros decresceram 1,4%, em termos homólogos. A China destaca-se como sendo o principal mercado extracomunitário de origem das importações de mercadorias (3,5% do total). Seguem-se os EUA (1,7%) e o Brasil (1,6%).

Quadro 3.6. Importações de Mercadorias por Grupos de Produtos e sua Distribuição por uma Seleção de Mercados

Grupos de Produtos	10^6 Euros (Cif) jan-fev		Estrutura (%) Anual		Estrutura (%) jan-fev		Taxas de variação e contributos 12 meses [1]		Taxas de variação e contributos jan-fev	
	2015	2016	2010	2015	2015	2016	VH [2]	contrib. p.p.[3]	VH	contrib. p.p.[3]
TOTAL DAS IMPORTAÇÕES	**8 901**	**9 073**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**3,5**	**3,5**	**1,9**	**1,9**
Grupos de Produtos										
Agro-alimentares	1336	1424	14,0	15,5	15,0	15,7	6,2	0,9	6,6	1,0
Energéticos	1090	755	14,4	13,2	12,2	8,3	-18,0	-2,9	-30,8	-3,8
Químicos	1534	1655	15,2	17,0	17,2	18,2	9,0	1,5	7,9	1,4
Madeira, cortiça e papel	309	334	3,6	3,4	3,5	3,7	4,1	0,1	8,0	0,3
Têxteis, Vestuário e seus acessórios	603	618	5,9	6,4	6,8	6,8	5,6	0,4	2,4	0,2
Calçado, peles e couros	246	263	2,0	2,5	2,8	2,9	5,9	0,1	7,0	0,2
Minérios e metais	806	775	8,7	8,4	9,1	8,5	3,4	0,3	-3,8	-0,3
Máquinas e aparelhos e suas partes	1400	1448	16,8	15,6	15,7	16,0	4,2	0,7	3,5	0,5
Material de transp. terrestre e suas partes	1027	1179	11,4	11,4	11,5	13,0	19,1	1,9	14,8	1,7
Aeronaves, embarcações e suas partes	30	70	2,3	0,6	0,3	0,8	-11,5	-0,1	135,9	0,5
Produtos acabados diversos	519	552	5,7	5,9	5,8	6,1	10,2	0,6	6,4	0,4
Total sem energéticos	7 811	8 319	85,6	86,8	87,8	91,7	7,6	6,4	6,5	5,7
Mercados de origem										
Intra UE	**6 937**	**7 138**	**78,6**	**74,8**	**77,9**	**78,7**	**5,0**	**3,8**	**2,9**	**2,3**
dos quais:										
UE-15	**6 628**	**6 808**	**76,2**	**71,8**	**74,5**	**75,0**	**4,8**	**3,5**	**2,7**	**2,0**
Espanha	2 954	2 991	32,8	32,6	33,2	33,0	3,2	1,1	1,3	0,4
Alemanha	1207	1254	13,2	12,3	13,6	13,8	7,4	0,9	4,0	0,5
França	706	753	8,3	7,1	7,9	8,3	7,6	0,5	6,6	0,5
Itália	466	482	5,8	5,2	5,2	5,3	6,2	0,3	3,6	0,2
Países Baixos	459	450	5,3	5,1	5,2	5,0	1,7	0,1	-1,9	-0,1
Reino Unido	283	301	3,3	3,1	3,2	3,3	3,8	0,1	6,4	0,2
Bélgica	260	257	2,9	2,7	2,9	2,8	9,2	0,2	-1,1	0,0
Suécia	83	87	1,0	1,1	0,9	1,0	1,3	0,0	4,7	0,0
Irlanda	79	95	1,0	1,0	0,9	1,0	8,4	0,1	20,1	0,2
Alargamento	**310**	**331**	**2,4**	**3,0**	**3,5**	**3,6**	**8,3**	**0,3**	**6,8**	**0,2**
Extra UE	**1963**	**1935**	**21,4**	**25,2**	**22,1**	**21,3**	**-1,1**	**-0,3**	**-1,4**	**-0,3**
dos quais:										
China	305	321	2,2	2,7	3,4	3,5	9,1	0,3	5,1	0,2
Angola	94	89	0,3	2,7	1,1	1,0	-9,2	-0,2	-6,1	-0,1
EUA	147	153	1,7	1,6	1,6	1,7	8,3	0,1	4,7	0,1
Brasil	109	142	1,7	1,5	1,2	1,6	-3,0	0,0	29,9	0,4
Arábia Saudita	110	40	0,8	1,3	1,2	0,4	-19,3	-0,3	-64,0	-0,8
Rússia	152	16	1,0	1,2	1,7	0,2	-34,3	-0,4	-89,8	-1,5
Cazaquistão	92	61	0,3	1,4	1,0	0,7	-29,0	-0,4	-33,5	-0,3
Argélia	42	53	0,5	1,2	0,5	0,6	-9,8	-0,1	26,1	0,1
Índia	79	82	0,5	0,8	0,9	0,9	-7,6	-0,1	3,1	0,0
Turquia	53	75	0,6	0,7	0,6	0,8	29,1	0,2	41,5	0,2
Azerbaijão	0	102	0,0	0,8	0,0	1,1	87,8	0,4	0,0	0,0
Coreia do Sul	42	60	0,5	0,5	0,5	0,7	28,9	0,1	41,4	0,2
Colômbia	41	52	0,2	0,4	0,5	0,6	32,1	0,1	28,3	0,1
OPEP [4]	283	254	5,8	6,8	3,2	2,8	-19,2	-1,2	-10,1	-0,3
EFTA	49	63	1,8	0,6	0,5	0,7	13,6	0,1	28,7	0,2
PALOP	99	99	0,4	2,8	1,1	1,1	-8,2	-0,2	0,0	0,0

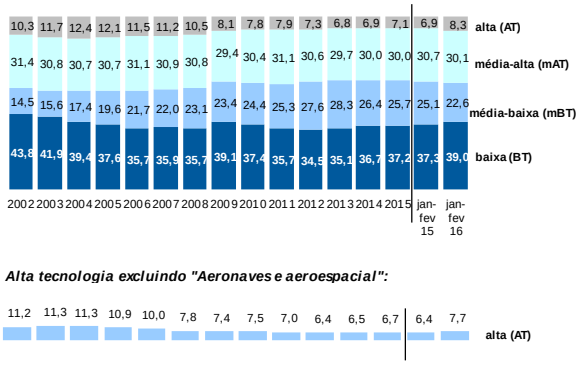
Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.

Notas:
Importações: somatório das importações de mercadorias provenientes da UE com as importações de Países Terceiros.
Países ordenados por ordem decrescente de valor no ano de 2015.
[1] Últimos 12 meses a terminar em fevereiro de 2016.
[2] (mar 15-fev 16)/(mar 14-fev 15) x 100 - 100.
[3] Contributos para a taxa de crescimento das importações - análise shift-share: (TVH) x (peso no período homólogo anterior) ÷ 100.
[4] Inclui Angola.

Comércio Internacional Português por grau de Intensidade Tecnológica

Nos primeiros dois meses de 2016, as exportações de produtos industriais transformados registaram uma taxa de variação homóloga negativa de 0,9%. As exportações de produtos de média intensidade tecnológica representam mais de metade do total das exportações destes produtos (52,6%) (Figura 3.4 e Quadro 3.7).

Figura 3.4.Exportações de Produtos Industriais Transformados, por Grau de Intensidade Tecnológica

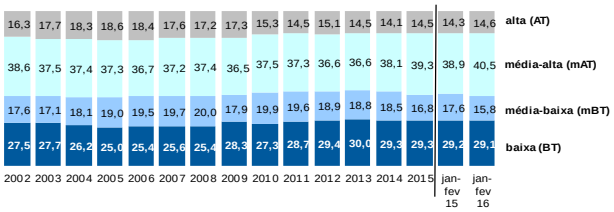


Fonte: Quadro 3.7. Exportações e Importações de Produtos Industriais Transformados, por grau de intensidade tecnológica.
Definição da Intensidade Tecnológica de acordo com a metodologia proposta pela OCDE (STI Scoreboard 2003): Alta Intensidade Tecnológica (ISIC Rev.3 2423, 30, 32, 33, 353); Média-alta (24 excl. 2423, 29, 31, 34, 352+359); Média-baixa (23, 25-28, 351); Baixa (15-22, 36-37).

As exportações de produtos de baixa e de alta tecnologia registaram contributos positivos (ambos com +1,3 p.p.) contrariando o decréscimo das exportações deste tipo de produtos.

As importações de produtos industriais transformados registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 5,1%, sendo os produtos de média-alta tecnologia os que mais contribuíram para este crescimento (3,6 p.p.).

Figura 3.5.Importações de Produtos Industriais Transformados, por Grau de Intensidade Tecnológica



Fonte: Quadro 3.7. Exportações e Importações de Produtos Industriais Transformados, por grau de intensidade tecnológica.
Definição da Intensidade Tecnológica de acordo com a metodologia proposta pela OCDE (STI Scoreboard 2003): Alta Intensidade Tecnológica (ISIC Rev.3 2423, 30, 32, 33, 353); Média-alta (24 excl. 2423, 29, 31, 34, 352+359); Média-baixa (23, 25-28, 351); Baixa (15-22, 36-37).

Quadro 3.7. Exportações e Importações* de Produtos Industriais Transformados, por Grau de Intensidade Tecnológica

Intra + Extra-UE — Valores em milhões de Euros

Intensidade Tecnológica	2015	janeiro a fevereiro 2015	janeiro a fevereiro 2016	Taxas variação (%) média 2010-15	Taxas variação (%) 2015-14	Taxas variação (%) jan-fev 2016-15	% total prod. indust. transf. 2014	% total prod. indust. transf. 2015	% total prod. indust. transf. jan-fev 2015	% total prod. indust. transf. jan-fev 2016	Contributos [1] (p.p.) 2015	Contributos [1] (p.p.) jan-fev 2016
EXPORTAÇÕES												
Total dos prod. indust. transformados	**47 209**	**7 369**	**7 303**	**6,2**	**3,8**	**-0,9**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**3,8**	**-0,9**
Alta tecnologia	3 372	509	608	4,3	7,1	19,5	6,9	7,1	6,9	8,3	0,5	1,3
- Sem Aeronáutica e aeroespacial [2]	*3 149*	*472*	*557*	*4,2*	*7,1*	*17,9*	*6,5*	*6,7*	*6,4*	*7,7*	*0,5*	*1,2*
Média-alta tecnologia	14 153	2 262	2 196	5,9	3,8	-2,9	30,0	30,0	30,7	30,1	1,1	-0,9
Média-baixa tecnologia	12 123	1847	1649	7,3	1,0	-10,7	26,4	25,7	25,1	22,6	0,3	-2,7
Baixa tecnologia	17 562	2 752	2 850	6,0	5,2	3,6	36,7	37,2	37,3	39,0	1,9	1,3
Por memória:												
Total das Exportações	49 864	7 760	7 700	6,0	3,7	-0,8	100,0	100,0	100,0	100,0	3,7	-0,8
Residual [3]	2 655	391	397	3,3	1,3	1,5	5,4	5,3	5,0	5,2	0,1	0,1
IMPORTAÇÕES												
Total dos prod. indust. transformados	**49 580**	**7 439**	**7 815**	**0,4**	**5,2**	**5,1**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**5,2**	**5,1**
Alta tecnologia	7 207	1062	1141	-0,6	8,2	7,5	14,1	14,5	14,3	14,6	1,2	1,1
- Sem Aeronáutica e aeroespacial [2]	*6 795*	*1024*	*1065*	*-0,7*	*10,8*	*4,0*	*13,2*	*13,8*	*13,8*	*13,8*	*1,4*	*0,6*
Média-alta tecnologia	19 509	2 897	3 164	1,4	8,6	9,2	38,1	39,3	38,9	40,5	3,3	3,6
Média-baixa tecnologia	8 318	1310	1236	-3,0	-4,4	-5,7	18,5	16,8	17,6	15,8	-0,8	-1,0
Baixa tecnologia	14 546	2 171	2 274	1,8	5,3	4,8	29,3	29,3	29,2	29,1	1,6	1,4
Por memória:												
Total das Importações	60 196	8 901	9 073	0,5	2,1	1,9	100,0	100,0	100,0	100,0	2,1	1,9
Residual [3]	10 616	1461	1258	1,2	-10,4	-13,9	20,1	17,6	16,4	13,9	-2,1	-2,3

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional de Mercadorias do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.

Notas:
Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.
Definição da Intensidade Tecnológica de acordo com a metodologia proposta pela OCDE (STI Scoreboard 2003): Alta Intensidade Tecnológica (ISIC Rev.3 2423, 30, 32, 33, 353); Média-alta (24 excl. 2423, 29, 31, 34, 352+359); Média-baixa (23, 25-28, 351); Baixa (15-22, 36-37).
[1] Contributos para a taxa de crescimento das Exportações/Importações de produtos industriais transformados, em pontos percentuais – análise shift-share: (TVH) x (peso no período homólogo anterior) ÷ 100.
[2] Os dados referentes aos produtos de AT não são directamente comparáveis para os anos de 2004 e 2005 uma vez que, a partir de 1de Janeiro de 2005, as reparações e manutenção de aeronaves provenientes dos países comunitários passaram a ser contabilizadas na balança de Serviços. O mesmo sucede para os dados de 2005 e 2006, na medida em que, a partir de 1de Janeiro de 2006, o mesmo tratamento foi aplicado às aeronaves provenientes dos países terceiros.
[3] Total das Exportações (Importações) – Exportações (Importações) de produtos industriais transformados.

Comércio Internacional de Bens e Serviços

De acordo com os dados divulgados para a Balança de Pagamentos para o mês de janeiro de 2016, no primeiro mês de 2016, as "Exportações" (crédito) de Bens e Serviços registaram uma taxa de variação homóloga negativa de 2,2%. A componente dos Bens reforçou o decréscimo das "exportações" totais em 0,9 p.p..

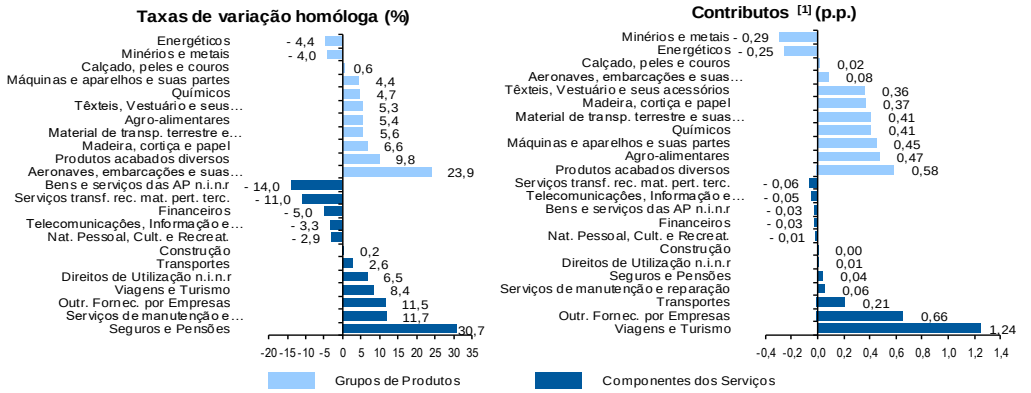
No primeiro mês de 2016, a componente dos Serviços representou 29,7% do total das "Exportações" e reforçou o decréscimo "exportações" totais em 1,3 p.p.. Do lado das "Importações" (débito) o peso desta componente foi de 19,5% no total e o seu comportamento reforçou o decréscimo das "Importações" totais (-1,3%) em 0,4 p.p. (Quadro 3.8).

No painel esquerdo da Figura 3.6 compara-se o crescimento homólogo das diferentes categorias de Bens e de Serviços no último ano a terminar em janeiro de 2016, com base em dados do INE para as "Exportações" de Bens (Grupos de Produtos) e do Banco de Portugal para as "Exportações" de Serviços. O painel direito mostra os contributos para a taxa de crescimento das "Exportações" de Bens e Serviços.

No período em análise, destacou-se o contributo positivo dos "Produtos acabados diversos" (+0,58 p.p.) e dos "Agroalimentares" (+0,47 p.p.). Na componente dos serviços, continuam a destacar-se os contributos das rubricas de Viagens e Turismo (+1,24 p.p.) e Outros Fornecimentos por Empresas (+0,66 p.p.).

Figura 3.6. Taxas de Crescimento das "Exportações" de Bens e Serviços e Contributos das Componentes

Último ano a terminar em janeiro de 2016



Fonte: Cálculos do GEE com base em dados do Banco de Portugal, para as Exportações de Bens e Serviços, e do INE, para o cálculo da estrutura das exportações de Bens. A distribuição do contributo das Exportações de Bens (dados da Balança de Pagamentos, Banco de Portugal) pelos grupos de produtos segue a estrutura implícita na base de dados do Comércio Internacional de Mercadorias do INE para as Exportações de Bens (somatório das Exportações de mercadorias para a UE com as Exportações para Países Terceiros).

[1] Contributos - análise shift-share: TVH x Peso no período homólogo anterior ÷ 100. O somatório corresponde à TVH das Exportações de Bens e Serviços nos últimos 12 meses, de acordo com as estatísticas da Balança de Pagamentos do Banco de Portugal (4,6%).

Quadro 3.8. Comércio Internacional de Bens e Serviços (Componentes dos Serviços)

Valores em milhões de Euros

	janeiro		Estrutura (%)				Taxas de variação e contributos				
			Anual		janeiro		média anual	12 meses [1]		janeiro	
	2015	2016	2010	2015	2015	2016	10-15	VH [2]	contrib. p.p. [3]	VH	contrib. p.p. [3]
CRÉDITO (Exportações)											
Bens e Serviços	**5 336**	**5 219**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**6,5**	**4,6**	**4,6**	**-2,2**	**-2,2**
Bens	**3 718**	**3 671**	**68,2**	**66,1**	**69,7**	**70,3**	**5,8**	**3,9**	**2,6**	**-1,3**	**-0,9**
Serviços	**1 618**	**1 549**	**31,8**	**33,9**	**30,3**	**29,7**	**7,8**	**6,1**	**2,0**	**-4,3**	**-1,3**
Serv. transf. rec. mat. pert. terc.	27	30	0,5	0,4	0,5	0,6	4,2	-11,0	-0,1	12,9	0,1
Serv. de manutenção e reparação	30	29	0,7	0,5	0,6	0,5	0,9	11,7	0,1	-4,0	0,0
Transportes	402	384	8,2	7,9	7,5	7,4	5,7	2,6	0,2	-4,6	-0,3
Viagens e Turismo	593	580	14,0	15,3	11,1	11,1	8,4	8,4	1,2	-2,1	-0,2
Construção	39	39	1,0	0,7	0,7	0,8	1,1	0,2	0,0	-0,1	0,0
Seguros e Pensões	12	11	0,2	0,2	0,2	0,2	5,4	30,7	0,0	-8,1	0,0
Financeiros	43	33	0,6	0,5	0,8	0,6	5,9	-5,0	0,0	-21,4	-0,2
Direitos de Utilização n.i.n.r	13	11	0,1	0,1	0,2	0,2	18,0	6,5	0,0	-13,5	0,0
Telecom., Informação e Informática	103	96	1,3	1,5	1,9	1,8	10,1	-3,3	-0,1	-6,3	-0,1
Outr. Fornec. por Empresas	328	311	4,5	6,1	6,2	6,0	12,9	11,5	0,7	-5,2	-0,3
Nat. Pessoal, Cult. e Recreat.	15	14	0,5	0,3	0,3	0,3	-4,7	-2,9	0,0	-6,9	0,0
Bens e serviços das AP n.i.n.r	14	10	0,3	0,2	0,3	0,2	-3,9	-14,0	0,0	-28,3	-0,1
DÉBITO (Importações Fob)											
Bens e Serviços	**5 317**	**5 246**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**1,2**	**3,5**	**3,5**	**-1,3**	**-1,3**
Bens	**4 274**	**4 224**	**83,9**	**82,0**	**80,4**	**80,5**	**0,7**	**3,1**	**2,6**	**-1,2**	**-0,9**
Serviços	**1 043**	**1 022**	**16,1**	**18,0**	**19,6**	**19,5**	**3,5**	**5,5**	**1,0**	**-2,0**	**-0,4**
Serv. transf. rec. mat. pert. terc.	2	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-39,1	0,0	-69,6	0,0
Serv. de manutenção e reparação	23	23	0,3	0,5	0,4	0,4	8,4	2,3	0,0	0,3	0,0
Transportes	228	219	4,2	4,5	4,3	4,2	2,7	1,0	0,0	-3,9	-0,2
Viagens e Turismo	258	271	4,4	5,1	4,9	5,2	4,1	8,6	0,4	5,1	0,2
Construção	8	9	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-5,4	0,0	11,1	0,0
Seguros e Pensões	27	27	0,4	0,5	0,5	0,5	5,1	3,8	0,0	0,6	0,0
Financeiros	53	39	1,2	0,8	1,0	0,8	-5,5	6,5	0,1	-25,0	-0,2
Direitos de Utilização n.i.n.r	67	88	0,7	0,9	1,3	1,7	6,8	30,7	0,2	31,8	0,4
Telecom., Informação e Informática	99	80	1,2	1,3	1,9	1,5	4,3	-11,8	-0,2	-19,7	-0,3
Outr. Fornec. por Empresas	238	229	2,7	3,8	4,5	4,4	7,7	10,6	0,4	-3,6	-0,2
Nat. Pessoal, Cult. e Recreat.	32	24	0,7	0,3	0,6	0,5	-11,8	-0,2	0,0	-24,9	-0,1
Bens e serviços das AP n.i.n.r	10	12	0,1	0,1	0,2	0,2	2,7	42,3	0,0	23,8	0,0

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas da Balança de Pagamentos do Banco de Portugal.

Notas:

Valores Fob para a Importação de bens.

Destaques

Programa de Estabilidade 2016-2020

No passado dia 21 de abril, o Governo entregou na Assembleia da República o Programa de Estabilidade para 2016-2020. Este documento transmite a estratégia do Governo português para a consolidação das contas públicas e para um crescimento económico sustentado. As medidas incluídas no Programa de Estabilidade, que visam construir um novo caminho para a economia portuguesa, têm subjacente: i) a avaliação e melhoria das reformas implementadas nos anos anteriores; ii) a diminuição do desemprego, através de um crescimento inclusivo do mercado de trabalho; iii) a redução da segmentação, da exclusão e da desigualdade e iv) a sustentabilidade das finanças públicas, ao convergir para valores compatíveis com o objetivo de médio prazo.

A conta das Administrações Públicas para 2016 reflete os efeitos subjacentes à revisão da conta de 2015, aquando da sua publicação pelo INE, e as alterações que resultaram da discussão do Orçamento do Estado na Assembleia da República. A projeção do saldo orçamental para o período 2016-2020 evidencia uma melhoria gradual, passando de um défice de 2,2% do PIB em 2016 para um excedente orçamental de 0,4% do PIB em 2020, tendo por base uma consolidação orçamental mais assente na diminuição da despesa (-3,5 p.p. do PIB) do que na receita (-1 p.p. do PIB). O saldo primário melhora 1,9 p.p. do PIB entre 2016 e 2020, resultado da melhoria do saldo orçamental e da diminuição do peso dos juros no PIB.

Quadro 1: Principais indicadores
(% do PIB)

	2016 (e)	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	var. 2020-2016
Receita total	**43,7**	**43,4**	**43,1**	**43,0**	**42,7**	**-1,0**
Receita fiscal	25,2	24,9	24,9	24,7	24,5	-0,7
Despesa total	**45,9**	**44,8**	**44,0**	**43,2**	**42,4**	**-3,5**
Consumo intermédio	6,2	5,9	5,7	5,5	5,4	-0,8
Despesas com pessoal	11,1	10,8	10,5	10,2	10,0	-1,1
Prestações sociais	18,6	18,4	18,2	18,0	17,7	-0,9
Juros	4,4	4,2	4,1	4,0	3,8	-0,6
Saldo global	**-2,2**	**-1,4**	**-0,9**	**-0,1**	**0,4**	**2,5**
Saldo primário	2,2	2,8	3,2	3,8	4,2	1,9
Saldo estrutural	-1,7	-1,3	-0,8	-0,4	-0,1	1,5
Var. saldo estrutural	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,0
Saldo primário estrutural	2,7	2,9	3,3	3,6	3,7	0,9
Receita estrutural	43,6	43,2	43,1	43,0	42,8	-0,8
Despesa estrutural	45,3	44,5	44,0	43,4	42,9	-2,4
Despesa primária estrutural	40,9	40,3	39,9	39,5	39,1	-1,8

Nota: e – estimativa; p – previsão.
Fonte: Ministério das Finanças.

O maior contributo para a melhoria do saldo orçamental no horizonte de projeção é dado pela despesa, nomeadamente as despesas com pessoal (-1,1 p.p. do PIB), prestações sociais (-0,9 p.p. do PIB), consumo intermédio (-0,8 p.p. do PIB) e juros (-0,6 p.p. do PIB).

A diminuição da receita é, essencialmente, determinada pela redução da receita fiscal em 0,7 p.p. do PIB, pese embora com uma recomposição através da redução mais acentuada dos impostos sobre o rendimento e o património do que dos impostos sobre a produção e importação.

O ajustamento do saldo estrutural entre 2016 e 2020 é de 1,5 p.p. do PIB potencial, evidenciando a convergência para o novo Objetivo de Médio Prazo para Portugal, recentemente fixado pela Comissão Europeia em 0,25% do PIB potencial, mais exigente que o anterior (-0,5% do PIB potencial).

Relativamente à dívida pública, estima-se que em 2016 atinja 124,8% do PIB, o que traduz uma revisão de -2,9 p.p. do PIB face ao Orçamento do Estado para 2016. Até 2020 é projetada uma redução de 14,5 p.p. do PIB, atingindo 110,3% do PIB. A evolução da dívida pública é explicada pelo efeito do saldo primário, crescente ao longo do período de projeção, pelo efeito dinâmico, composto pelos efeitos conjugados dos juros e do PIB, e pelos outros ajustamentos défice-dívida com contributos inversos ao longo do período.

Quadro 2: Evolução da Dívida Pública
(% do PIB e p.p.)

	2016 (e)	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
Dívida pública consolidada (% PIB)	124,8	122,3	118,7	114,5	110,3
Variação em p.p. do PIB	-4,2	-2,5	-3,6	-4,2	-4,2
Efeito saldo primário	-2,2	-2,8	-3,2	-3,8	-4,2
Efeito dinâmico	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Efeito juros	4,4	4,2	4,1	4,0	3,8
Efeito PIB	-4,8	-4,1	-4,1	-4,0	-4,0
Outros	-1,6	0,2	-0,4	-0,3	0,1

Nota: e – estimativa; p – previsão.
Fonte: Ministério das Finanças.

Procedimento dos Défices Excessivos – 1.ª Notificação de 2016

De acordo com a 1.ª notificação do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE) de 2016, em 2015 os valores do défice orçamental e da dívida pública na ótica de Maastricht das Administrações Públicas (AP) para Portugal situaram-se em 4,4% e 129% do PIB, respetivamente (Quadro 1).

Face à anterior notificação, apenas se verificam revisões para 2015, sendo de realçar que os valores publicados nessa notificação, da responsabilidade do Ministério das Finanças, tinham por base as estimativas constantes no Orçamento do Estado para 2015. Assim, o agravamento observado no défice orçamental, em 1,7 p.p. do PIB, resulta, maioritariamente, da medida de resolução aplicada ao Banif em dezembro de 2015, com um impacto de 1,4 p.p. do PIB.

Quadro 1: Indicadores Orçamentais (PDE)
(em percentagem do PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016^{p}
Saldo Global					
1. Notificação abril 2016	-5,7	-4,8	-7,2	-4,4	-2,2
2. Notificação setembro 2015	-5,7	-4,8	-7,2	-2,7	:
Diferença (1-2)	0,0	0,0	0,0	-1,7	:
Saldo Primário					
1. Notificação abril 2016	-0,8	0,0	-2,3	0,2	2,3
2. Notificação setembro 2015	-0,8	0,0	-2,3	2,3	:
Diferença (1-2)	0,0	0,0	0,0	-2,1	:
Juros					
1. Notificação abril 2016	4,9	4,9	4,9	4,6	4,6
2. Notificação setembro 2015	4,9	4,9	4,9	5,0	:
Diferença (1-2)	0,0	0,0	0,0	-0,4	:
Dívida Pública					
1. Notificação abril 2016	126,2	129,0	130,2	129,0	127,7
2. Notificação setembro 2015	126,2	129,0	130,2	125,2	:
Diferença (1-2)	0,0	0,0	0,0	3,8	:

Fonte: Eurostat, Euro-indicators, 21 de abril de 2016 e 21 de outubro 2015; p - previsto.

Para 2015, o rácio da dívida pública em % do PIB foi revisto em 3,8 p.p., situando-se em 129% do PIB. Este aumento reflete o agravamento do défice (+1,7 p.p. do PIB) e um menor contributo positivo dos ajustamentos défice-dívida, que passaram de -7,7 p.p. para -5,6 p.p. do PIB. Nestes ajustamentos estão considerados impactos negativos relativos à medida de resolução do Banif, nomeadamente títulos emitidos pela Oitante, S.A. (0,4% do PIB) e a classificação do Banif, S.A. no setor das AP (0,2% do PIB).

Face ao ano anterior, a conta das Administrações Públicas (Quadro 2) para 2015, em percentagem do PIB, evidencia uma melhoria do saldo global de 2,8 p.p. do PIB, reflexo de uma diminuição da despesa total (em 3,4 p.p. do PIB) mais acentuada do que a diminuição da receita total (em 0,7 p.p. do PIB).

Quadro 2: Conta das Administrações Públicas
(em percentagem do PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016p	var. 2015-2014
Receita Total	42,9	45,1	44,5	43,9	:	-0,7
Receita Corrente	41,1	44,0	43,7	43,1	:	-0,6
Receita Fiscal	22,9	25,1	25,1	25,4	:	0,3
Receita Contributiva	11,4	12,0	11,7	11,5	:	-0,2
Outras receitas correntes	6,9	6,8	6,8	6,2	:	-0,6
Receita de Capital	1,8	1,1	0,8	0,7	:	-0,1
Despesa Total	48,5	49,9	51,7	48,3	:	-3,4
Despesa Corrente	45,3	46,8	45,7	44,2	:	-1,5
Despesas com pessoal	11,7	12,5	11,8	11,3	:	-0,5
Prestações Sociais que não em espécie	17,6	18,5	17,7	17,4	:	-0,3
Juros	4,9	4,9	4,9	4,6	4,4	-0,3
Outras despesas corrrentes	11,1	10,9	11,3	10,9	:	-0,4
Despesa de Capital	3,3	3,2	6,0	4,1	:	-1,9
Saldo Global	-5,7	-4,8	-7,2	-4,4	-2,2	2,8
Saldo Primário	-0,8	0,0	-2,3	0,2	2,2	2,4
Em memória:						0,0
Despesa Total Primária	43,6	45,1	46,8	43,7	:	-3,1
Despesa Corrente Primária	40,4	41,9	40,8	39,6	:	-1,2

Fonte: INE, Principais agregados das Administrações Públicas, 24 de março de 2016; 2016: Orçamento do Estado para 2016; p - previsto.

A diminuição da receita resulta, fundamentalmente, do decréscimo da outra receita corrente (-0,6 p.p. do PIB) e das contribuições sociais (-0,2 p.p. do PIB), parcialmente compensada pelo aumento da receita fiscal, em consequência da melhoria das condições económicas.

A redução da despesa total reflete a variação da despesa de capital (-1,9 p.p. do PIB), que incorpora, em 2014, o impacto da resolução do Novo Banco (2,8% do PIB) e a dívida financeira (0,7% do PIB) da Sociedade de Transportes Coletivos do Porto, SA (STCP) e da Companhia Carris de Ferro de Lisboa, S.A. (Carris) e, em 2015, a medida de resolução do Banif, S.A. (1,4 p.p. do PIB), bem como o decréscimo da despesa com pessoal (-0,5 p.p. do PIB), das prestações sociais que não em espécie (-0,3 p.p. do PIB), essencialmente do subsídio de desemprego, e dos juros (-0,3 p.p. do PIB).

Em 2015, a generalidade dos países da união europeia mantiveram a trajetória de consolidação orçamental, traduzindo-se numa redução do défice público, quer para a área do euro, quer para o conjunto da União Europeia (Quadro 3).

Quadro 3: Saldo Orçamental e Dívida Pública na União Europeia
(em percentagem do PIB)

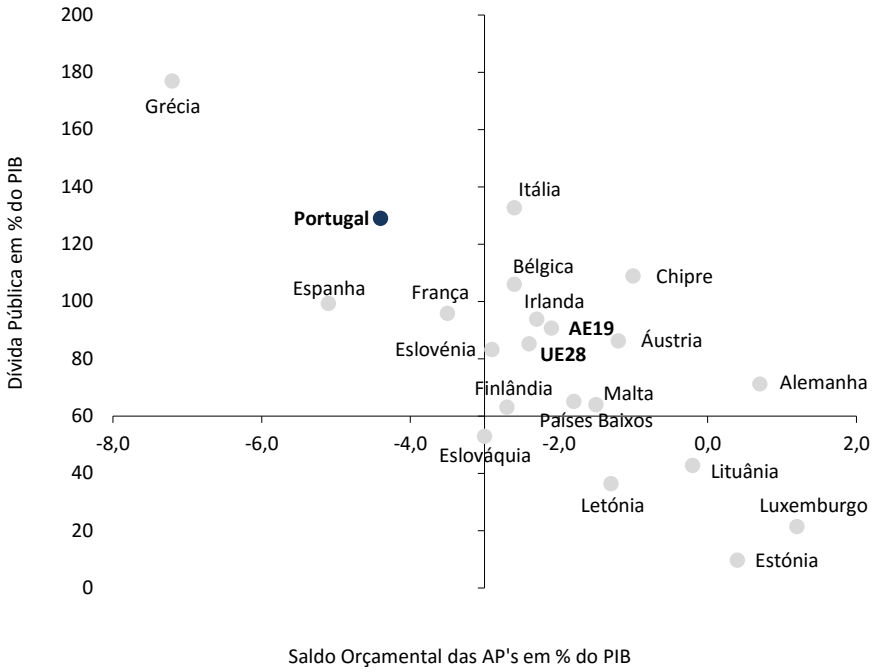
	Saldo Orçamental					Dívida Pública				
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
União Europeia	-4,3	-3,3	-3,0	-2,4	:	83,8	85,5	86,8	85,2	:
Área do euro	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1	:	89,3	91,1	92,0	90,7	:
Bélgica	-4,2	-3,0	-3,1	-2,6	-2,3	104,1	105,2	106,5	106,0	106,3
Alemanha	-0,1	-0,1	0,3	0,7	-0,1	79,6	77,2	74,7	71,2	68,2
Irlanda	-8,0	-5,7	-3,8	-2,3	-1,1	120,1	120,0	107,5	93,8	88,8
Grécia	-8,8	-13,0	-3,6	-7,2	-2,1	159,6	177,7	180,1	176,9	183,6
Espanha	-10,4	-6,9	-5,9	-5,1	-2,8	85,4	93,7	99,3	99,2	98,7
França	-4,8	-4,0	-4,0	-3,5	-3,3	89,6	92,4	95,4	95,8	:
Itália	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	-2,3	123,3	129,0	132,5	132,7	132,4
Chipre	-5,8	-4,9	-8,9	-1,0	0,2	79,3	102,5	108,2	108,9	104,2
Luxemburgo	0,3	0,8	1,7	1,2	0,4	22,0	23,3	22,9	21,4	23,3
Malta	-3,5	-2,6	-2,0	-1,5	-0,7	67,5	68,6	67,1	63,9	62,8
Países Baixos	-3,9	-2,4	-2,4	-1,8	-1,7	66,4	67,9	68,2	65,1	65,4
Áustria	-2,2	-1,3	-2,7	-1,2	-1,4	81,6	80,8	84,3	86,2	84,4
Portugal	**-5,7**	**-4,8**	**-7,2**	**-4,4**	**-2,2**	**126,2**	**129,0**	**130,2**	**129,0**	**127,7**
Eslovénia	-4,1	-15,0	-5,0	-2,9	-2,2	53,9	71,0	81,0	83,2	79,9
Finlândia	-2,2	-2,6	-3,2	-2,7	-2,6	52,9	55,5	59,3	63,1	65,0
Eslováquia	-4,3	-2,7	-2,7	-3,0	-1,9	52,4	55,0	53,9	52,9	:
Estónia	-0,3	-0,2	0,8	0,4	-0,4	9,5	9,9	10,4	9,7	9,8
Letónia	-0,8	-0,9	-1,6	-1,3	-1,0	41,4	39,1	40,8	36,4	41,1
Lituânia	-3,1	-2,6	-0,7	-0,2	-1,2	39,8	38,8	40,7	42,7	41,2
Bulgária	-0,3	-0,4	-5,4	-2,1	-1,9	16,8	17,1	27,0	26,7	31,7
Croácia	-5,3	-5,3	-5,5	-3,2	-2,6	70,7	82,2	86,5	86,7	85,9
República Checa	-3,9	-1,3	-1,9	-0,4	-0,6	44,7	45,1	42,7	41,1	41,1
Dinamarca	-3,5	-1,1	1,5	-2,1	-2,8	45,2	44,7	44,8	40,2	38,4
Hungria	-2,3	-2,6	-2,3	-2,0	-1,9	78,3	76,8	76,2	75,3	75,1
Polónia	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	-2,6	54,0	56,0	50,5	51,3	52,0
Roménia	-3,7	-2,1	-0,9	-0,7	-2,9	37,4	38,0	39,8	38,4	39,0
Suécia	-0,9	-1,4	-1,6	0,0	-0,4	37,2	39,8	44,8	43,4	42,5
Reino Unido	-8,3	-5,6	-5,6	-4,4	-4,0	85,3	86,2	88,2	89,2	87,6

Nota: Dados do Reino Unido relativos a 2016 têm em conta o ano financeiro.

Fonte: Eurostat, Euro-indicators, 21 de abril de 2016.

Em 2015, e comparativamente ao contexto europeu, o défice orçamental português situou-se acima da média da área do euro em 2,3 p.p. do PIB. Excluindo Portugal, três dos dezanove países apresentaram défices superiores a 3% do PIB – Grécia, Espanha e França e também três apresentaram excedente orçamental – Luxemburgo, Alemanha e Estónia (Quadro 3 e Gráfico 1).

Gráfico 1: Saldo Orçamental e Dívida Pública na área do euro em 2015



Fonte: Eurostat, Euro-indicators, 21 de abril de 2016.

É ainda de salientar que, sete dos dezanove países da área do euro, encontram-se com um procedimento aberto por défice excessivo, nomeadamente: Chipre, Portugal, Eslovénia, França, Irlanda, Grécia e Espanha, sendo o ano de 2015 a data limite de correção para Portugal, Eslovénia e a Irlanda. Fora da área do euro, dois países, a Croácia e o Reino Unido, têm igualmente um procedimento aberto por défice excessivo (Quadro 4).

Quadro 4: Países com procedimento por défice excessivo

País	Decisão do Conselho sobre a existência de défice excessivo	Prazo limite para a correção
Chipre	13 de julho de 2010	2016
Portugal	2 de dezembro de 2009	2015
Eslovénia	2 de dezembro de 2009	2015
França	27 de abril de 2009	2017
Irlanda	27 de abril de 2009	2015
Grécia	27 de abril de 2009	2016
Espanha	27 de abril de 2009	2016
Croácia	21 de janeiro de 2014	2016
Reino-Unido*	8 de julho de 2008	2016/2017

Nota: *Ano Financeiro.

Fonte: Comissão Europeia.

O rácio da dívida pública em % do PIB, em 2015, apresenta evoluções favoráveis, diminuindo 1,6 p.p. do PIB na área do euro (para 90,7%) e 1,3 p.p. do PIB na União Europeia (para 85,2%). Dos 19 países da área do euro, catorze registaram rácios superiores ao valor de referência de 60% do PIB (Quadro 3).

Ajustamento de passagem do défice à variação da dívida

Em 2015, Portugal registou um ajustamento défice-dívida de -1,3% do PIB. Este valor reflete, essencialmente, a redução de depósitos e dos títulos excluindo ações.

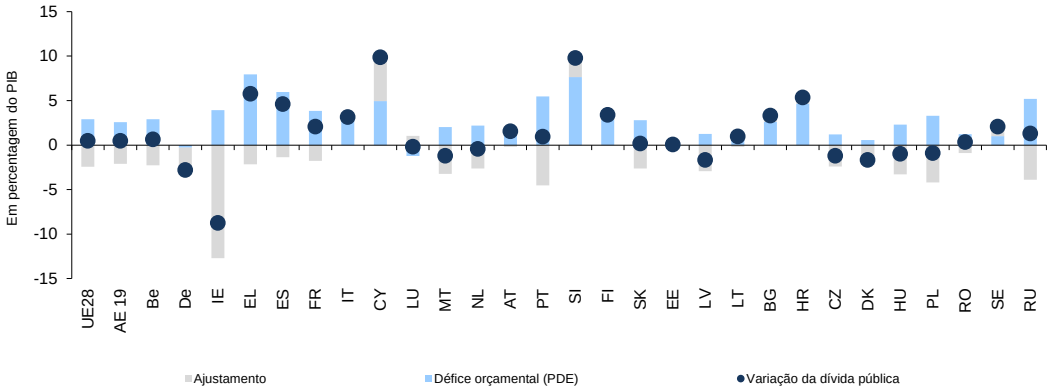
Quadro 5: Ajustamento défice – dívida em Portugal
(em percentagem do PIB)

	2012	2013	2014	2015
Ajustamentos *Stock-Flow*	4,0	-0,7	-3,6	-1,3
Aquisição líquida de ativos financeiros	1,0	-1,2	-3,9	-2,4
Moeda e depósitos	0,9	0,7	0,0	-1,7
Títulos excluindo ações	3,7	-0,2	-2,7	-0,5
Empréstimos	0,7	0,0	-0,2	0,1
Ações e outras participações	-2,3	-0,6	-1,2	-0,1
Outros ativos financeiros	-2,0	-1,1	0,2	-0,2
Outros ajustamentos (ajust.+discrep.est.)	3,0	0,5	0,2	1,2

Fonte: Eurostat, *Stock-flow adjustments for the Member States*, 21st April 2016.

Comparando com a média da área do euro, verifica-se que estes ajustamentos são mais pronunciados em Portugal, tendo, nos últimos três anos, contribuído para a melhoria do rácio da dívida pública (Gráfico 2).

Gráfico 2: Défice orçamental, variação da dívida pública e ajustamento défice-dívida
Valores médios 2013-2015
(em percentagem do PIB)



Fonte: Eurostat, *Stock-flow adjustments for the Member States*, 21st April 2016.

Artigos

Ensaio

Estimação de uma NAIRU para Portugal

Carla Monteiro, Eduardo Gutiérrez, João Leal*

Resumo

O presente artigo tem por objetivo estimar uma NAIRU no contexto da economia Portuguesa tendo por base a metodologia exposta por Gordon (1997) e Rusticellli e Guichard (2011) incorporando no modelo, conhecido pela curva de Phillips, medidas de expectativas ancoradas e de medidas alternativas de desemprego. A estimação desta variável não observada é fundamental para uma condução informada da política macroeconómica. Os resultados apontam para a importância de considerar no modelo o objetivo de inflação do Banco Central Europeu (BCE) bem como medidas alternativas de desemprego.

1. Introdução

A relação entre a taxa de desemprego e a inflação tem gerado crescente atenção por parte da comunidade científica, como é visível pelo número e variedade de trabalhos empíricos que têm sido realizados.

Foi em 1970 que surgiu o termo que incorpora a ligação desemprego-inflação, a NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), também conhecida pela taxa natural de desemprego.

Gordon (2013) e Watson (2014) verificaram que o desemprego cíclico é um dos principais determinantes da inflação nos Estados Unidos. Contudo, na União Europeia, tanto as estimações de desemprego estrutural como a análise da validade do conceito têm sido mais escassas.

De facto, esta relação tem sofrido mudanças significativas nas últimas décadas, com a inflação a mostrar-se menos sensível a movimentos do desemprego. Uma possível explicação reside no facto de a inflação se ter tornado mais ancorada aos objetivos do Banco Central, resultado da maior credibilidade das instituições condutoras de política monetária. Desde a criação do euro, em janeiro de 1999, o objetivo do BCE tem sido o de manter a estabilidade dos preços na área do euro. Nesse sentido, foi definida uma inflação próxima mas inferior a 2% a qual deverá ser mantida a médio prazo[1].

As metas da inflação permitem que a política monetária se foque em responder a choques na economia nacional, o que não é possível com um sistema de taxa de câmbio fixo, bem como a redução de incerteza junto dos agentes económicos. As expectativas de inflação que são melhor ancoradas permitem uma redução contra-cíclica das taxas de juro.

Neste sentido, procedeu-se no presente artigo, à estimação da NAIRU para a economia portuguesa tendo por base as alterações na estrutura do mercado de trabalho.

O artigo encontra-se estruturado da seguinte forma: na seção 2 é apresentada a revisão de literatura, na seção 3 apresentam-se as abordagens utilizadas na estimação da NAIRU e na secção 4 são apresentados os resultados empíricos. Por último, são apresentadas na secção 5 as conclusões finais do artigo e possíveis extensões.

---

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores podendo não coincidir com as da instituição. Todos os erros e omissões são da responsabilidade dos autores.

E-mails dos autores:
carla.monteiro@gpeari.min-financas.pt
joao.leal@gpeari.min-financas.pt
eduardo.gutierrez.2014@novasbe.pt

[1] https://www.bportugal.pt/PT-PT/POLITICAMONETARIA/Paginas/default.aspx, acedido em 04-04-2016.

2. Revisão da Literatura

O termo NAIRU[2] (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) surgiu na linguagem macroeconómica em 1970, período marcado por uma rápida subida da inflação. Este é definido, de acordo com a literatura moderna do mercado de trabalho, como a taxa de desemprego compatível com a estabilização da inflação a ausência de qualquer pressão inesperada nos salários-preços (Pichelmann e Schuh, 1997; Friedman e Suchoy, 2004). De acordo com o Bean (1994), a taxa de desemprego de equilíbrio assume que, no longo-prazo, a NAIRU é determinada unicamente por fatores do lado da oferta do mercado de trabalho.

Não obstante, importa referir que Turner *et al*. (2001) identificaram três conceitos distintos: NAIRU, NAIRU de curto-prazo e taxa de desemprego de equilíbrio no longo-prazo.

O primeiro é definido como a taxa para a qual o desemprego deverá convergir na ausência de choques do lado da oferta[3], após o ajustamento através dos preços. O segundo é definido como a taxa de desemprego consistente com a estabilização da taxa de inflação no seu nível atual no período seguinte (no qual o *time frame* definido depende do intervalo de tempo utilizado para analisar a inflação, por exemplo, no trimestre seguinte, no próximo semestre, ou no ano seguinte). Depende da NAIRU, mas *à priori* é mais volátil porque é influenciada por um conjunto de fatores, incluindo os temporários, expectativas e inércia no processo dinâmico de ajustamento da inflação e possivelmente relacionado com efeitos limitados no tempo. Assim, o conceito de NAIRU de curto-prazo é influenciado também pelo nível verificado de desemprego. Por último, o terceiro corresponde ao estado estacionário de longo prazo, após a NAIRU se ajustar a todos os choques e influências incluído aquelas que têm efeitos duradouros.

A visão dominante é que não existe, no longo-prazo, um *trade-off* entre inflação e desemprego: no longo-prazo o desemprego depende, essencialmente, de variáveis estruturais, ao passo que a inflação é um fenómeno monetário (Turner *et al*., 2001).

No curto-prazo, contudo, é considerado a existência de um *trade-off* tal que, se o desemprego diminuir (aumentar) para valores abaixo (acima) da taxa natural de desemprego, a inflação tenderá a subir (descer) até o desemprego convergir para os valores da NAIRU, momento em que a inflação estabiliza num nível permanentemente mais elevado (inferior)[4]. Portanto, a existência de uma NAIRU tem implicações imediatas na condução de políticas económicas. Um estímulo macroeconómico, por si só, pode não reduzir permanentemente o desemprego e, qualquer melhoria de curto-prazo face à NAIRU, resultado de ações políticas de estímulo, poderá ser refletido em taxas de inflação progressivamente elevadas (Turner *et al*., 2001).

De acordo com Friedman (1968) o *trade off* temporário foi capturado pelo "modelo triangular" que mede a NAIRU pela identificação de três fatores que afetam a inflação no contexto da curva de Phillips, sendo eles: (i) inércia; (ii) pressões de procura; (iii) choques de oferta. Dada a relevância deste modelo, informações mais detalhadas serão fornecidas num ponto posterior.

A NAIRU é uma variável não observada, havendo, portanto, a necessidade de ser estimada. Neste sentido, diferentes métodos de estimação foram desenvolvidos, podendo ser divididos em três categorias: estruturais, estatísticas e métodos de forma reduzida (Gianella *et al*., 2008).

As abordagens estruturais são dadas como uma função de variáveis do mercado de trabalho e do produto e envolvem a estimação de um sistema de equações que explicam o mecanismo de fixação dos salários (ver, a título de exemplo, Morrow e Roegers, 2000). Este método identifica os determinantes específicos do desemprego estrutural. Contudo, a existência de desacordos sobre o modelo estrutural apropriado e questões de especificação estatística revestem as estimativas de um grau elevado de incerteza.

As abordagens estatísticas dividem a taxa de desemprego numa componente de tendência, identificada como a NAIRU, e numa componente cíclica. A identificação destas duas componentes pode basear-se em técnicas de filtragem, destacando-se o filtro HP (Hodrick e Prescott, 1997) e o filtro *band pass* (Baxter e King, 1999).

---

[2] Importa referir que existe a NAIRU e a NAWRU, dois termos que não devem ser confundidos. A NAWRU descreve o nível de desemprego consistente com a ausência de choques salariais.
[3] No médio-prazo ou quando os seus efeitos se dissipam.
[4] Turner et al., 2001; Friedman, 1968 e Centeno et al., 2010.

As abordagens de forma reduzida permitem obter a NAIRU pela identificação da taxa de desemprego consistente com a inflação estável na equação da curva de Phillips. Adicionalmente, podem ser impostas restrições estatísticas que aumentem a significância da relação estimada. Este é o método mais aceite[5], não só pela sua coerência com a teoria económica, como pela explicação da relação entre desemprego-inflação, mas também pela viabilidade das estimações entre países e períodos.

Como referido anteriormente, o modelo triangular desenvolvido por Gordon (1977) e salientado por Friedman (1968) é um método sob a abordagem na forma reduzida que mede a NAIRU pela identificação de três fatores que afetam a NAIRU: inércia[6] [A(L) $(\pi_{T-1} - \pi^{e}_{T-1})$], pressões de procura [$\gamma(L)(U_t - U^*_t)$] e choques de oferta [$\delta(L)z_t$]. Isto traduz-se na seguinte equação.

$$\pi - \pi^{e} = A(L)\,(\pi_{T-1} - \pi^{e}_{T-1}) + \gamma(L)(U_t - U^*_t) + \delta(L)z_t + e_t \qquad \textbf{(1)}$$

$$U^*_t = U^*_{t-1} + v_t \qquad \textbf{(2)}$$

Onde π é a taxa de inflação atual, π^{e} é a inflação esperada, U_t é a taxa de desemprego, U^*_t representa a NAIRU, z_t é o vetor de variáveis relativas aos choques de oferta[7] e e_t e v_t são termos de erro serialmente não correlacionados.

Este modelo é um *benchmark* comum para calcular a NAIRU. Contudo, as características de diferentes fatores podem variar dependendo da especificação teórica como refletido pelos diferentes estudos. A título de exemplo, as expectativas têm sido tradicionalmente modelizadas em expectativas *backward-looking* da curva de Phillips, onde a inércia é formulada tendo por base a dinâmica recente da inflação (ver, por exemplo, Fabiani e Mestre, 2004 e Centeno *et al*., 2010). A premissa de expectativas *forward-looking* deriva do facto de a inflação ter seguido um "passeio aleatório" durante as últimas décadas, resultado das pressões existentes sobre a procura.

De acordo com Rusticelli et al. (2015), na maioria dos países da OCDE, verificou-se que a especificação das expectativas ancoradas supera a especificação *backward-looking* ao longo de um determinado período de tempo (1998-2014). É destacada a elevada significância estatística do hiato do desemprego o que implica que este é identificado com maior confiança e precisão. Por outro lado, a falta de significância estatística na especificação *backward-looking* implica que a correspondente medida de desemprego de equilíbrio é pouco mais do que um filtro do desemprego observado (e.g. *over-fitting*). A diferença de especificações não é apenas relevante em termos de ajustamento estatístico, mas também nas diferentes relações económicas implícitas entre inflação e desemprego.

O hiato do desemprego, derivado destas duas alternativas da especificação da curva de Phillips tem implicações na dinâmica da inflação. Na ausência de qualquer outro choque, a especificação *backward-looking* da curva de Phillips implica que a inflação só é estável quando o hiato do desemprego é fechado (ou seja, quando a taxa de desemprego iguala a NAIRU). Por outras palavras, um hiato de desemprego positivo e estável gera uma taxa constante de desinflação. Por outro lado, a especificação das expectativas ancoradas implica que, na ausência de qualquer outro choque, quando o hiato de desemprego é fechado, a inflação vai estabilizar a um nível consistente com as expectativas de inflação de longo-prazo que, na maioria dos casos, irá ancorar com o objetivo comunicado pelos Bancos Centrais. Como consequência, um hiato de desemprego estável e positivo gera uma taxa de inflação que é estável, mas a um nível inferior ao objetivo de inflação da autoridade monetária.

Outro dos fatores importantes discutidos na literatura, como Blanchard e Summers (1986), é o de que o mercado de trabalho exibe a forma de *hysteresis*, isto é, períodos de elevado crescimento do desemprego tendem a aumentar a taxa natural de desemprego ou NAIRU. Esta situação trouxe a debate o surgimento de diversas teorias, sendo a mais popular a que enfatiza os impactos sobre os trabalhadores que vivenciam longos períodos de desemprego: o desgaste do capital humano traduzido pela progressiva menor

[5] Ver, por exemplo, Turner et al. (2001), Friedman e Suchoy (2004), Guichard e Rusticelli (2011) e Rusticelli et al. (2015).
[6] A inércia está a capturar a formulação de expectativas e o impacto de alguns aspetos microeconómicos, nomeadamente as relações de *input-outputs* existentes e o impacto dos contratos (Centeno et al. (2010)).
[7] Importa referir que foram utilizados no estudo choques de curto prazo.

atratividade para os empregadores e a redução da sua exposição ao mercado de trabalho refletido pela diminuição da procura de emprego tornam os trabalhadores menos suscetíveis de conseguirem encontrar emprego no futuro (Laurence e Mankiw, 2002, citando Layard *et al*., 1991). Esta situação reflete claramente a perda de poder negocial por parte dos trabalhadores.

Após a crise económica de 2008, alguns economistas têm-se debatido com o chamado *missing deflation puzzle*. De acordo com os argumentos apresentados, nesses anos, o aumento do desemprego deveria ter conduzido a uma redução da inflação superior ao verificado para ser consistente com a curva de Phillips. De facto, o FMI evidenciou que a relação entre o desemprego cíclico e a inflação tem-se tornado menos significativa (IMF, 2013). Para explicar este fenómeno, Ball e Mazumder (2015) fundamentaram que as expectativas da inflação têm-se tornado mais ancoradas e a evolução da inflação depende do desemprego de curto prazo. Além disso, Gordon (2013) argumentou que, embora a curva de Phillips não tenha sido capaz de capturar a evolução da inflação, o modelo triangular foi. Especificamente, ele prevê a inflação nos Estados-Unidos desde 1996 e capta com precisão as séries atuais. O autor explica ainda que os choques na oferta têm uma grande influência na evolução da inflação mas não estão incluídas na curva de Phillips.

Posto o referido anteriormente e dada a importância da taxa de desemprego para calcular a NAIRU, torna-se importante perceber qual a *proxy* utilizada, bem como, as medidas alternativas de desemprego existentes. De acordo com a OCDE:

> *"to be considered unemployed an individual must be during the reference period without a job, taking measures to get work during a specific time period (job search) and available to start work usually immediately".*

O INE (2012) apresenta uma definição idêntica à da OCDE e realça que, no sentido de se acomodar as críticas frequentes acerca da possível subestimação do desemprego medido a partir das estatísticas oficiais, o *Bureau of Labor Statistics* (BLS) divulgou um conjunto de agregados alternativos de desemprego cuja definição se encontra exposta na Tabela 1.

Tabela 1- Medidas alternativas de desemprego

U-1	Indivíduos desempregados durante 15 ou mais semanas em percentagem da população ativa.
U-2	Indivíduos que perderam o emprego e que terminaram trabalhos temporários em percentagem da população ativa.
U-3[8]	Total dos desempregados em percentagem da população ativa.
U-4	Total dos desempregados, mais desencorajados, em percentagem da população ativa mais desencorajados.
U-5	Total dos desempregados, mais desencorajados, mais todas as outras pessoas marginalmente ligadas ao mercado de trabalho, em percentagem da população ativa mais todos os indivíduos marginalmente ligados ao mercado de trabalho.
U-6	Total de desempregados mais todas as pessoas marginalmente ligadas ao mercado de trabalho, mais empregados em *part-time* por razões económicas, em percentagem da população ativa mais todos os indivíduos marginalmente ligados ao mercado de trabalho.

Embora o desemprego U-3 tenha sido considerada uma boa *proxy* no caso de Portugal, o início da crise fez variar a estrutura do mercado de trabalho. Mais especificamente, enquanto o desemprego convencional mais que duplicou desde 2008, o número de trabalhadores involuntários de curto-prazo quase que triplicou e o número de trabalhadores desencorajados[9] quadruplicou desde 2008 (IMF, 2013).

[8] Esta é a medida que corresponde à taxa de desemprego oficial. Em Portugal, este assunto foi tratado no tema "Medidas alternativas à taxa de desemprego oficial: a consideração dos inativos desencorajados e do subemprego visível", publicado nas Estatísticas do Emprego (3.º trimestre de 2006).

[9] Discouraged workers (U-4, U-5, and U-6 measures) are persons who are not in the labor force, want and are available for work, and had looked for a job sometime in the prior 12 months. They are not counted as unemployed because they had not searched for work in the prior 4 weeks, for the specific reason that they believed no jobs were available for them. The marginally attached (U-5 and U-6 measures) are a group that includes discouraged workers. The criteria for the marginally attached are the same as for discour-

Posto isto, a consideração de medidas alternativas de desemprego poderá enriquecer a análise da situação do mercado de trabalho e o cálculo da NAIRU.

A NAIRU é um conceito igualmente relevante nos processos de monitorização orçamental à luz do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)[10], quer ao nível do braço preventivo como ao nível do braço corretivo[11]. No âmbito das alterações foi introduzido um Objetivo de Médio Prazo (OMP), definido em termos do saldo estrutural e cuja finalidade passa por: (i) assegurar uma margem de segurança face ao limite para o défice de 3% do PIB; (ii) garantir uma trajetória rápida na convergência do rácio da dívida para valores sustentáveis e; (iii) assegurar espaço para a existência de margem de manobra orçamental (Banco de Portugal, 2015).

O saldo das administrações públicas, medido pela diferença entre receitas e despesas, varia com o ciclo económico. Posto isto, revelou-se necessária uma medida do saldo das Administrações Públicas (AP) que expurgasse o efeito destas flutuações cíclicas, bem como um conjunto de medidas de carácter extraordinário cujo efeito é, por natureza, não repetível. Este saldo orçamental, denominado estrutural, é calculado fazendo uso da estimação da NAWRU como uma medida estrutural da utilização do fator trabalho, com efeito no crescimento potencial da economia no contexto de uma função produção (e.g. Cobb-Douglas). O hiato do produto, juntamente com a elasticidade das receitas e despesas, determina o nível do saldo estrutural orçamental.

3. Abordagens de Estimação

Como evidenciado por Staiger *et al*. (1997), a estimação da NAIRU é imprecisa porque esta é uma variável não observável e cujo valor não é constante no tempo. Esta incerteza é explicada por três razões: em primeiro lugar, a estimação dos parâmetros; em segundo, a NAIRU é estocástica e esses determinantes não são conhecidos com precisão; e, em terceiro, existem diferentes modelos para estimá-la. Neste artigo, três diferentes medidas serão testadas: duas delas baseadas na abordagem da forma reduzida e outra baseada na abordagem estatística.

Forma reduzida

A medida proposta neste artigo para medir a NAIRU é baseada no modelo de componentes não observados (ver anexo 1), que obtém o seu *time-path* a partir da informação contida na forma reduzida da curva de Phillips. Adicionalmente, o comportamento da variável não observada é definido (ver equações 1 e 2).

De acordo com Gordon (2008) e como seguido pela OCDE, a variável dependente pode ser tanto a inflação dos preços como a inflação salarial. Também, Rusticelli e Guichard (2011) propuseram uma especificação alternativa para os países do sul da Europa, nos quais, segundo os autores, a inflação medida pela variação dos preços é pouco sensível a variações do desemprego. Estes argumentaram que, embora a

---

aged workers, with the exception that any reason could have been cited for the lack of job search in the prior 4 weeks. Persons employed part time for economic reasons (U-6 measure) are those working less than 35 hours per week who want to work full time, are available to do so, and gave an economic reason (their hours had been cut back or they were unable to find a full-time job) for working part time. These individuals are sometimes referred to as involuntary part-time workers.

[10] O PEC foi alvo de uma nova revisão em 2011 com base num conjunto de legislação conhecida por six pack. Com isto, (i) foi reforçado o braço preventivo ao ter sido imposto um limite para o crescimento da despesa; (ii) procurou-se operacionalizar o critério da dívida, ao nível do braço corretivo; (iii) foram estabelecidas regras específicas relativas às características dos quadros orçamentais dos Estados-Membros (EM); (iv) institui-se um mecanismo de alerta para identificar os desequilíbrios macroeconómicos e criou-se um procedimento específico para correção nos casos em que estes são considerados excessivos. Também, em março de 2012, o Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica Monetária (TECG) que contém o *Fiscal Compact* foi assinado por vinte e cinco países da União Europeia (com a exceção da República Checa e do Reino Unido), visando reforçar a disciplina orçamental através da introdução de medidas cujo objetivo era garantir uma maior fiscalização. Em maio de 2013 foram publicados dois textos legais adicionais conhecidos por Two Pack, os quais procuravam reforçar a supervisão económica e orçamental dos EM da área do euro ameaçados ou afetados por graves dificuldades relativas à sua situação financeira.

[11] Braço preventivo visa o estabelecimento de mecanismos para reforço da supervisão das situações orçamentais e da coordenação de políticas económicas dos diferentes Estados-Membros, para os países cuja evolução orçamental é compatível com os objetivos definidos no âmbito do Pacto. Por sua vez, o braço corretivo visa clarificar a implementação do Procedimento de Défices Excessivos (PDE), que se aplica aos países em que os desenvolvimentos orçamentais conduziram ao incumprimento dos limites impostos pelo Pacto (Banco de Portugal, 2015).

procura excessiva de trabalho pudesse ter tido pouco impacto sobre os preços antes da crise, os custos unitários do trabalho poderiam ter aumentado. Tanto essa preposição como a inflação dos serviços foram testadas e nenhuma melhoria no ajustamento foi encontrada.

Os choques na oferta são representados pela variância contemporânea da taxa de inflação dos bens alimentares e da energia e a taxa de inflação dos mesmos em relação à inflação global do período anterior. Outras *proxys* possíveis são as variações no preço real do petróleo e nos preços reais das importações, mas não têm sido consideradas devido ao seu baixo poder explicativo como regressores da evolução da inflação. Adicionalmente, os choques na procura são medidos pelas diferenças entre a taxa atual e a taxa natural de desemprego, onde a taxa natural do desemprego é passível de mudar ao longo do tempo. Teorias macroeconómicas enfatizam que, perante uma taxa de desemprego mais elevada do que a taxa natural, a procura de emprego vai pressionar a descida dos salários, com a consequente redução do desemprego.

Por último, a inércia mede o efeito da inflação do período anterior sobre a inflação atual. Dado que, no longo-prazo a inflação depende apenas de fatores nominais, os coeficientes desfasados da inflação têm que somar obrigatoriamente 1. Isto implica que na ausência de choques na oferta e procura a inflação irá permanecer constante.

Neste estudo, testou-se a especificação proposta por Gordon (1997) usando o número de desfasamentos determinados pelos critérios de seleção de choques na oferta e procura e 24 desfasamentos para a inflação (somam 1), sendo que o desfasamento da inflação suprime o poder explicativo dos choques[12]. Optou-se por seguir a abordagem estrutural pela simplicidade do modelo e utilidade para os *policymakers*.

Em relação à equação que define a lei do movimento da variável não observada, assume-se que a NAIRU segue um passeio aleatório. A lei do movimento é imposta nos modelos 1, através da equação 4[13], e 2, através da equação 5 (capturando o comportamento do hiato entre a taxa de desemprego e a NAIRU). Em ambos os modelos o padrão da NAIRU é derivado a partir da informação contida na curva de Phillips através do filtro de Kalman (ver anexo 1). Neste sentido, foram considerados dois modelos:

Modelo 1:

Para estimar a NAIRU partiu-se da formulação básica, que inclui a curva de Philips e a equação da NAIRU.

$$\Delta\pi_t = A(L)\Delta\pi_{t-1} + \beta(U_t - U_t^*) + \gamma z_t + e_t, \qquad \textbf{(3)}$$

$$U_t^* = U_{t-1}^* + v_t \qquad \textbf{(4)}$$

Onde Δ é o operador da primeira diferença, π é a inflação global, U_t é a taxa atual de desemprego, U_t^* representa a NAIRU, z_t é o vetor de variáveis dos choques de oferta, e_t é o termo do erro serialmente não correlacionado, com média zero e variância σ_e^2, e v_t é o termo do erro serialmente não correlacionado com média zero e variância σ_v^2.

O filtro de Kalman permite estimar, simultaneamente, o comportamento das variáveis latentes e os coeficientes por máxima verossimilhança. Contudo, como evidenciado por Gordon (2013) e Watson (2014), a variância do termo do erro da equação de tendência tem de ser definida artificialmente. Este valor é muito importante porque determina o rácio *signal-to-noise* ($\frac{\sigma_v^2}{\sigma_e^2}$), ou seja, o alisamento das séries. Logicamente, quanto maior for a variância do termo do erro da equação de transição mais volátil será a série.

Gordon (1997) sugeriu a escolha do rácio *signal-to-noise* que permite que a NAIRU se mova mais livremente perante fortes variações trimestrais. Especificamente, ele propôs $\sigma_v = 0{,}09$. Contudo, outros autores propuseram valores alternativos: por exemplo, Müller (2007) estimou que $\sigma_v = 0{,}28$. Neste estudo, foi imposto $\sigma_v = 0{,}10$, consistente com as preposições de Gordon. Elevada variância implica inapropriada-

[12] "When serial correlation is high and the exogenous variable are heavily trended, the lagged variable will falsely dominate the regression and suppress the legitimate effect of the other variables" (Achen, 2001).
[13] Esta equação segue um passeio aleatório puro (sem *drift*), o que pode ser visto como uma forma aceitável de capturar a presença de choques frequentes de natureza permanente (King e Morley, 2007).

mente elevada volatilidade da NAIRU. Assim, o alisamento da NAIRU, alcançado por esta especificação, é uma assunção que se torna conveniente para comparar os resultados de outros modelos.

Modelo 2:

Esta abordagem baseia-se nas equações definidas na especificação anterior, isto é, na curva de Phillips e na lei do movimento que descrevem a NAIRU e, acrescenta uma segunda equação de transição que especifica o *time-path* do *gap* do desemprego. Esta equação adicional garante que a NAIRU não se afasta permanentemente da taxa de desemprego real.

$$U_t - U_t^* = \psi(L)(U_{t-1} - U_{t-1}^*) + \zeta_t \qquad \textbf{(5)}$$

Onde $U_t - U_t^*$ é o hiato do desemprego e ζ_t é o termo do erro serialmente não correlacionado, com média zero e variância σ_ζ^2. De acordo com Jaeger e Parkinson (1994), dois desfasamentos do *gap* do desemprego são incluídos e, segundo Rusticelli e Guichard (2011) a soma dos parâmetros autorregressivos varia entre 0.75 e 0.9. Neste estudo foi assumido que a soma é igual a 0,85.

No que diz respeito à uniformidade das séries, é determinado tanto pela variância relativa do termo do erro da equação de transição da NAIRU no que diz respeito à variação da curva de Phillips como pela variância relativa do termo do erro do *gap* de desemprego relativo à variação da equação da curva de Phillips, equações 4 e 5, respetivamente. Quanto maior for esta última variância, mais volátil será a série da NAIRU.

Estatístico: Filtro Hodrick-Prescot (HP)

Inúmeros artigos têm tentado explicar a evolução da taxa de crescimento dos preços usando o filtro Hodrick-Prescott (HP) para medir estatisticamente a tendência da taxa de desemprego. Para tal, têm usado a diferença entre a taxa de desemprego atual e a tendência da taxa de desemprego, com recurso ao filtro HP, como choque da procura na equação 3. Neste estudo, as estimações com recurso ao filtro HP resultam do uso de um λ igual a 6400 seguindo Gordon (produz uma tendência mais suave), embora para este parâmetro seja assumido, tipicamente, o valor 1600 quando são usados dados trimestrais (ver por exemplo, Dias et al., 2004).

Vendo que a série do desemprego é composta por uma componente de tendência (tr_t) e uma componente cíclica (c_i), Hodrick e Prescott (1997) argumentam que pode obter-se a componente de tendência pela resolução do problema seguinte:

$$\mathrm{Min}_{\{tr_t\}}\left(\sum_{t-1}^{T}(u_t - tr_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1}(\nabla^2 tr_{t+1})^2\right)$$

Onde ∇ é o operador da diferença e λ determina a suavidade da tendência estimada.

Neste artigo optou-se por utilizar este modelo como referência para a comparação dos resultados anteriormente apresentados.

Para estimar a NAIRU para a economia portuguesa foram utilizados dados da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) e do Banco de Portugal[14] (BdP). A estimação cobre o período compreendido entre o terceiro trimestre de 1979 e o terceiro trimestre de 2015 e toda a programação dos modelos teve por base a utilização do *software* STATA®.

[14] Séries longas para a Economia Portuguesa.

4. Resultados Empíricos

4.1. *Benchmark*

A qualidade do ajustamento dos modelos foi avaliada através do critério *Akaike Information Criteria* (AIC)[15]. Com base neste critério, pode verificar-se através da tabela 2 que o melhor modelo é o 2 ao apresentar um AIC=120,7.

Tabela 2 – Estimação do *gap* de desemprego pela curva de Philips

	Model 1	Model 2	Model HP
Δπ(-1)	-0.675***	-0.661***	-0.680***
	(-0.0383)	(-0.0381)	(-0.0374)
Δπ(-2)	-0.516***	-0.505***	-0516***
	(-0.0533)	(-0.0536)	(-0.0523)
Δπ(-3)	-0.548***	-0.538***	-0.549***
	(-0.0331)	(-0.0343)	(-0.0332)
Δπf	(0.285)***	0.294***	0.281***
	(-0.0373)	(-0.0369)	(-0.037)
Πf(-1) –π(-1)	0.334***	0.358***	0.325***
	(-0.0413)	(-0.0433)	(-0.0412)
Δπe	0.112***	0.115***	0.114***
	(-0.0148)	(-0.0149)	(-0.0142)
Πe(-1) – π(-1)	0.137***	0.144***	0.139***
	(-0.0194)	(-0.0184)	(-0.0196)
Unemployment Gap	-0.0983*	-0.0831**	-0.121**
	(-0.0384)	(-0.0297)	(-0.0401)
adj. R-sq	0.897	0.9	0.899
AIC	123.6	120.7	121.8

Standard errors in parentheses

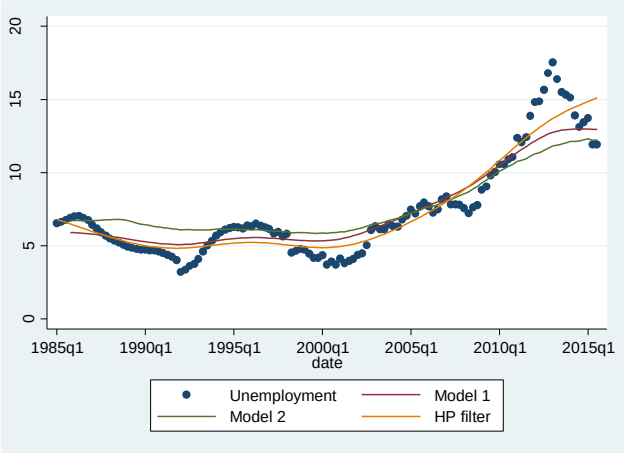
1985:Q1to 2015:Q3

*p<0.05, **p<0.01, ***p <0.001

O gráfico 1 evidencia a taxa de desemprego e a NAIRU estimada com recurso aos 3 modelos. Este permite ainda verificar que, como seria expectável, a NAIRU varia consideravelmente menos do que a taxa de desemprego e, após o ano 2000, denota-se uma tendência ascendente. Particularmente, o modelo 2 revela um aumento considerável da NAIRU no período compreendido entre 2007-2013, a qual aumenta de 6% em de 2000 para 8% em 2007 e 12% em 2013. Posto isto, importa perceber quais os principais fatores que concorreram para a evolução do desemprego neste período. Carneiro et al. (2013) identificaram três principais canais que podem ter contribuído para o aumento do desemprego neste período: restrições de crédito enfrentadas pelas empresas portuguesas; a rigidez dos salários em resposta aos choques negativos de procura; e a segmentação do mercado de trabalho, com os empregados com contratos temporários a serem os mais afetados por este período recessivo.

[15] O AIC determina o melhor modelo em termos de função de probabilidade ajustada pelo número de parâmetros. O melhor modelo é aquele que possuir menor AIC.

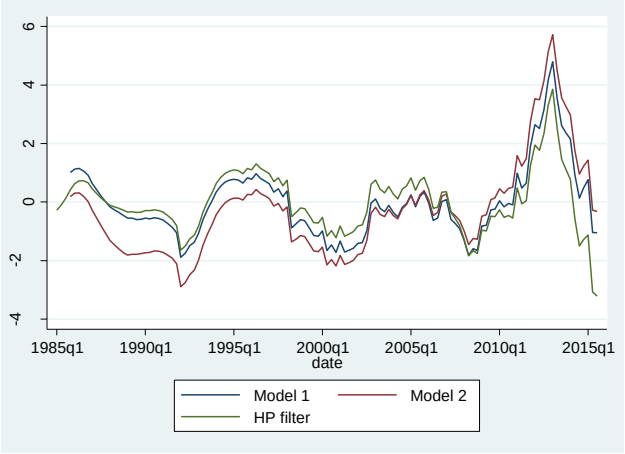
Gráfico 1 – NAIRU



Fonte: Cálculos dos autores

Ao analisar o gráfico 2 é percetível pelo aumento do *gap* do desemprego que um conjunto de pressões, entre as quais de procura, aumentou significativamente durante o período 2007-2013, o que se traduz num aumento da taxa de desemprego superior ao verificado pela NAIRU. Desde então, a taxa de desemprego começou a diminuir enquanto a NAIRU se manteve em torno dos 12%.

Gráfico 2 – Hiato de desemprego



Fonte: Cálculos dos autores

4.2. *Missing deflation puzzle*

Comparando os resultados de 1985-1999 com os de 1999-2015, denota-se que o efeito dos choques é geralmente baixo no segundo período e que o coeficiente do *gap* de desemprego diminui, em termos absolutos, de -0.147, significativo a um nível de significância de 5%, para -0.0813, não estatisticamente significativo (ver colunas 1 e 2 da Tabela 3, respetivamente). Esta conclusão corrobora o evidenciado na literatura, no que diz respeito à compressão da curva de Phillips.

Dados os recentes desenvolvimentos da economia portuguesa, optou-se por, numa segunda fase, incorporar no modelo expectativas ancoradas (ver coluna 3 da tabela 3) no contexto das metas de inflação na União Monetária Europeia que assume o valor inferior mas próximo a de 2%. Numa terceira fase, optou-se ainda por considerar medidas alternativas de desemprego consistentes com o número de trabalhadores desencorajados e com o número de empregados em *part-time* na economia portuguesa (ver Tabela 4).

Uma possível explicação para a mudança do poder explicativo de choques na procura e oferta sobre a evolução da inflação é o denominado *inflation targeting*. Desde que a União Económica Monetária Europeia foi criada, em 1999, a autoridade monetária tem contribuído para a manutenção a inflação ao nível

de 2% (não obstante aos desenvolvimentos mais recentes). Assim, considera-se relevante incluir na curva de Phillips a diferença entre a inflação da área euro e a respetiva meta (2%):

$$\Delta\pi_t = A(L)\Delta\pi_{t-1} + \beta(U_t - U_t^*) + \gamma z_t + \theta DU(\pi_{ea,t-1} - TAR) + e_t, \qquad \textbf{(7)}$$

Onde DU é uma *dummy* que assume o valor 0 antes de 1999 e 1 após esse período. TAR é a meta da *inflation targeting* e π_{ea} é a taxa de inflação da área do euro.

Tabela 3 – Expectativas ancoradas

	BE: 1985 - 1999	BE: 1999-2015	AE: 1999-2015
Δπ(-1)	-0.466***	-0.745***	-0.793***
	(-0.0687)	(-0.0694)	(-0.0582)
Δπ(-2)	-0.496***	-0.432***	-0.516***
	(-0.069)	(-0.0928)	(-0.0784)
Δπ(-3)	-0.389***	-0.504***	-0.473***
	(-0.0652)	(-0.0668)	(-0.0538)
Δπf	0.369***	0.242***	0.214***
	(-0.0557)	(-0.0475)	(-0.0396)
πf(-1) –π(-1)	0.334***	0.263***	0.324***
	(-0.0523)	(-0.0537)	(-0.0558)
Δπe	0.103*	0.126***	0.111***
	(-0.0443)	(-0.0139)	(-0.0139)
πe(-1) – π(-1)	0.0116	0.164***	0.179***
	(-0.0622)	(-0.0187)	(-0.0181)
Unemployment Gap	-0.147*	-0.0813	-0.0984*
	(-0.058)	(-0.0436)	(-0.0378)
π(ea-1) –π(target)			-0.214***
			-0.0436
adj. R-sq	0.915	0.922	0.941
AIC	53.82	47.65	30.32

Standard errors in parentheses

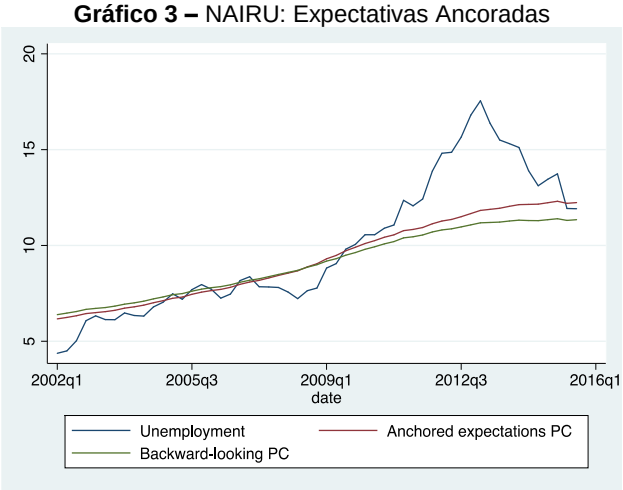
BE: backward-looking expectations

AE: anchored expectations

* p<0.05, ** p<0.01, *** p <0.001

A diferença entre a taxa de inflação e a meta estabelecida [π(ea/1) - π(target)] pelo Banco Central Europeu (BCE) é estatisticamente significativa como visível pela terceira coluna da tabela 3. Além disso, tendo em conta o *inflation targeting* o coeficiente dos choques na procura aumentou, em termos absolutos, de -0.0813 para -0.0984, no período compreendido entre 1999 e 2015 e mostrou-se estatisticamente significativos a um nível de significância de 5%. Estes resultados explicam, em parte, uma redução da inflação inferior ao expectável. Na verdade "*better anchored expectations has been recognized as the main reason for more stable inflation and the absence of disinflation in the aftermath of the financial crisis"* (Rusticelli et al., 2015).

Gráfico 3 – NAIRU: Expectativas Ancoradas



Fonte: Cálculos dos autores

Como visível pelo gráfico 3, desde o início da crise a curva da NAIRU, estimada tendo em conta as expectativas ancoradas, encontra-se acima da curva da NAIRU usando as expectativas da inflação *backward-looking*. Isto fornece evidência de que pressões na procura podem ter sido sobrestimadas devido à *inflation targeting*.

4.3. *Hiato* do mercado de trabalho

Conceptualmente, e tal como referenciado num ponto anterior, o hiato do mercado de trabalho poderá referir-se não só à população desempregada como incluir um conjunto de outros agregados disponíveis em estatísticas oficiais (trabalhadores desencorajados e trabalhadores em *part-time* por razões económicas) Esta informação deve ser tida em conta em termos econométricos, uma vez que poderá revelar-se importante em recomendações de política e fornecer uma previsão mais precisa da taxa de inflação.

É esperado que os trabalhadores em *part-time* exerçam uma pressão sobre os salários maior do que a exercida pela população desempregada. Centeno et al., (2010) investigam esta hipótese em Portugal e concluem que a probabilidade de transição para o emprego dos trabalhadores marginalmente ativos está próxima da dos desempregados. Por esta razão, os trabalhadores desencorajados devem ser incluídos aquando da estimação da NAIRU.

Tabela 4 – Medidas alternativas de desemprego

	U3	U5	U6
Δπ(-1)	-0.834***	-0.825***	-0.829***
	(-0.0712)	(-0.0705)	8-0.0702)
Δπ(-2)	-0.587***	-0.582***	-0.586***
	(-0.0851)	(-0.0841)	(-0.0839)
Δπ(-3)	-0.485***	-0.489***	-0.492***
	(-0.0552)	(-0.0547)	(-0.0546)
Δπf	0.235***	0.237***	0.238***
	(-0.0483)	(-0.0483)	(-0.048)
Πf(-1) –π(-1)	0.353***	0.352***	0.350***
	(-0.0612)	(-0.0616)	(-0.0614)
Δπe	0.103***	0.101***	0.102***
	(-0.0172)	(-0.0171)	(-0.0172)
Πe(-1) – π(-1)	0.194***	0.189***	0.190***
	(-0.0231)	(-0.0223)	(-0.0225)
π(ea-1) –π(target)	-0.248***	-0.240***	-0.231***
	(-0.0427)	(-0.0431)	(-0.0425)
Unemployment Gap	-0.100**	-0.0944**	-0.0910**
	(-0.0347)	(0.03329	(-0.0318)
adj. R-sq	0.948	0.948	0.948
AIC	26.18	26.43	26.39

Standard errors in parentheses

2002:Q1 to 2015:Q3

* p<0.05, ** p<0.01, *** p <0.001

Considerando o anteriormente referido, duas medidas adicionais do hiato do mercado de trabalho são utilizadas para medir a NAIRU: o U-5 que inclui desempregados (U-3) e trabalhadores marginalmente ligados ao mercado de trabalho e o U-6 que inclui desempregados (U-3) e trabalhadores em *part-time*.

A Tabela 4 reporta os resultados obtidos, destacando-se o conteúdo informativo relevante. Nesta é visível que o efeito dos choques da procura sobre a evolução da inflação é relativamente mais elevado com a taxa de desemprego (U-3). Além disso, é notório que a magnitude do hiato é semelhante e não existe perda de robustez. Neste sentido, as diferentes medidas de desemprego são relevantes e devem, portanto, ser tidas em conta.

5. Conclusão

A NAIRU é um conceito chave na avaliação da política macroeconómica. No entanto, não existe um consenso sobre a forma como deve ser medida. De qualquer forma, o modelo triangular proposto por Gordon (1977) tem sido amplamente aceite dada a sua aparente precisão. Neste artigo, esta metodologia foi testada juntamente com duas outras especificações.

A metodologia inicial resultou num comportamento estável da NAIRU até ao ano de 2000, o qual foi seguido de um comportamento ascendente, aumentando de um valor estimado de 6%, nesse ano, para 12% treze anos mais tarde.

O objetivo primário do Eurosistema é manter a estabilidade dos preços da área do euro. Como tal, a inclusão de *inflation targeting* no modelo foi considerado chave para estimar a NAIRU. De facto, verificou-se que esta variável se revelou estatisticamente significativa a um nível de significância de 1% e que a NAIRU diminuiu, o que significa que pressões na procura foram maiores do que as calculadas inicialmente (modelo sem expectativas ancoradas).

O desemprego assume cada vez mais um lugar de destaque nos debates de política social e económica. No entanto, continua a existir dificuldade em encontrar uma definição que englobe todos os aspetos relevantes deste fenómeno, Essa dificuldade é o reflexo da elevada heterogeneidade dos indivíduos que se encontram sem emprego e procuram trabalho (Centeno *et al*., 2010). Neste sentido, além da medida convencional de desemprego, foram utilizadas medidas adicionais de hiato de trabalho, para os quais existem séries temporais disponíveis.

Os resultados obtidos permitem salientar que a inclusão dos trabalhadores em *part-time* e de outras medidas mais latas de desemprego mostraram ser indicadores revelantes no cálculo do hiato do mercado de trabalho. A exclusão destes pode ser aceitável devido à dificuldade existente em termos de medição e comparabilidade. Ainda assim, considera-se relevante aprofundar o seu potencial de inclusão no cálculo da NAIRU.

6. Bibliografia

Achen, C. (2000). Why Lagged Dependent Variables Can Suppress the Explanatory Power of Other Variables. Ann Arbor 1001: 48106-1248.

Ball, L.; Mazumder, S. (2015). A Phillips Curve with Anchored Expectations and Short-Term Unemployment. *IMF Working Papers*, 15 (39),1.

Ball, L; Mankiw, G. (2002). The NAIRU in Theory and Pratice. Journal of Economic Perspectives, 16 (4), 115-136.

Banco de Portugal (2015). *Boletim Económico – Outubro de 2015*., 87-92.

Baxter, M.; King, R. (1999). Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic *Time Series. Review of Economics and Statistics*, 81 (4), 575-593.

Bean, C. (1994). European Unemployment: A Survey. *Journal of Economic Literature*, 32 (2), 573-619.

Blanchard, O.; Summers, L. (1986). Hysteresis and the European Unemployment Problem. *NBER Macroeconomics Annual,* 1, 15.

Centeno, M.; Maria, J.; Novo, Á. (2010). How to measure unemployment? Implications for the NAIRU. *Banco de Portugal*.

Dias, F.; Esteves, P.; Félix, R. (2004). Uma nova avaliação das estimativas da NAIRU para a economia portuguesa.

Fabiani, S.; Mestre R. (2004). A system approach for measuring the euro area NAIRU. Empirical Economics, 29 (2), 311-341.

Friedman, A.; Suchoy, T. (2004). The NAIURU in Israel: An unobserved components approach. *Israel Economic Review*, 2 (2), 125-154.

Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58 (1).

Gianella, C.; Koske, I.; Rusticelli; Chatal, O. (2008). What drives the NAIRU? Evidence from a panel of OECD countries*. Economics department working paper No. 649*.

Gordon, R. (1997). The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy. *Journal of Economic Perspectives*, 11 (1), 11-32.

Gordon, R. (2008). The history of the Phillips curve: An American perspective. Keynote address, *Australasian Meetings of the Econometric Society.*

Gordon, R. (2013). The Phillips Curve is Alive and well: Inflation and the NAIRU During the Slow Recovery. *NBER*.

Hodrick, R.; Prescott, E. (1997). Postwar U.S. Business Cycles: A n Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 (1), 1-16.

IMF (2013). The Dog that didn't Bark: Has Inflation been muzzled or was it Just Sleeping.

INE (2012). Indicadores suplementares do desemprego: três indicadores novos disponibilizados pelo INE. *Estatísticas do emprego – 2º trimestre de 2012*.

Jaeger, A; Parkinson, M. (1994). Some Evidence on Hysteresis in Unemployment Rates. *European Economic Review*, 38, 329-342.

King, T.; Morley, J. (2007). In search of the natural rate of unemployment. *Journal of Monetary Economics*, 54(2), 550-564.

Layard, R.; Nickell, S.; Jackman, R. (1991). *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*. Oxford: Oxford University Press.

Morrow, K.; Roegers, W. (2000). Time Varying NAIRU/NAWRU estimates for the Euro-area member states. *European Communities*.

Müller, K-U. (2007). Individual and regional determinants of receiving unemployment benefit sanctions in Germany. *Wirt Sozialstat Archiv*, 1, 275-286.

Müller, U. (2007). A Theory of Robust Long-Run Variance Estimation. *Journal of Econometrics,* 141, 1331 – 1352.

Pichelmann, K.; Schuh, A. (1997). The NAIRU-Concept: A Few Remarks. *OECD Economics Department Working Papers, No. 178, OECD Publishing*.

Rusticelli, E.; Cavalleri, M.; Turner, D. (2015). Incorporating anchored inflation expectations in the Phillips curve and in the derivation of OECD measures of the unemployment gap. *OECD Journal: Economics studies*, 2015(1), 299-331.

Rusticelli, E.; Guichard, S. (2011). Reassessing the NAIRU after the crisis. *OECD Economics Department*, 918.

Staiger, D.; Stock, J.; Watson, M. (1997). The NAIRU, unemployment and Monetary Policy. *Journal of Economic Perspectives*, 11 (1), 33-49.

Turner, D.; Boone, L.; Giorno, C.; Meacci; Rae, D.; Richardson, P. (2001). Estimating the structural rate of unemployment for the OECD countries. *OECD Economics Studies No. 33*, 2001/II.

Watson, M. (2014). Inflation Persistence, the NAIRU, and the Great Recession. *American Economic Review*, 104 (5), 31-36.

7. Anexo 1 – Modelo *State-Space*

Para estimar um filtro de Kalman, o modelo é expresso na forma *state-space*, traduzido pelas equações seguintes:

$$Y_t = Dz_t + Fw_t + Gv_t$$
$$z_t = Az_{t-1} + C_{\epsilon_t}$$

Onde Y_t é uma variável endógena não observada, w_t é o vetor de variáveis endógenas observadas, D, F, A, C e G são os parâmetros das matrizes *time-invariant*, z_t é o vetor de parâmetros não observados e v_t e ϵ_t são os termos de ruído branco.

A equação de medida deriva de fundamentos teóricos. Neste caso, a curva de Phillips determina a relação entre desemprego e inflação. Por outro lado, a equação de transição contém leis atípicas de movimento que descrevem o comportamento da variável não observada.

O filtro de Kalman é um processo recursivo para calcular o estimador ótimo (minimizando o erro quadrático médio) no tempo t baseado na informação disponível nesse período de tempo. Assumindo, desde início, uma variável não observada z_t, Y_t é prevista; usando o valor observado de Y_t o erro previsto é calculado. Por último, esta previsão e o erro da equação *state* são usadas para obter a variável não observada.

Modelo 1

<u>Equação de medida:</u>

$\Delta\pi_t = \alpha(L)\Delta\pi_{t-1} - \beta(U_t - NAIRU_t) + \text{supply shocks} + \varepsilon_t$

$U = U^* + (U-U^*)$

Que pode ser traduzida **pela matriz:**

$$\begin{bmatrix}\Delta\pi_t \\ U\end{bmatrix} = \begin{bmatrix}0 & -\beta \\ 1 & 1\end{bmatrix}\begin{bmatrix}U^* \\ U_t \quad U_t^*\end{bmatrix} + \begin{bmatrix}a_1 & a_2 & a_3 & b_1 & d_1 & e_1 & f_1 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0\end{bmatrix}\begin{bmatrix}\Delta\pi_{t-1} \\ \Delta\pi_{t-2} \\ \Delta\pi_{t-3} \\ \Delta\pi^f \\ (\pi_{t-1}^f - \pi_{t-1} \\ \Delta\pi^e \\ (\pi_{t-1}^e - \pi_{t-1}\end{bmatrix} + \begin{bmatrix}1 & 0 \\ 0 & 0\end{bmatrix}\begin{bmatrix}e_\pi \\ 0\end{bmatrix}$$

Onde a covariância da matriz $\begin{bmatrix}e_\pi \\ 0\end{bmatrix}$ é $\Sigma_{v_t} = \begin{bmatrix}(\sigma^\pi)^2 & 0 \\ 0 & 0\end{bmatrix}$

<u>*State Equation:*</u>

$U_t^* = U_{t-1}^* + v_t$

$U_t - U_t^* = \zeta_t$

Que pode ser traduzida **pela matriz:**

$$\begin{bmatrix} U^* \end{bmatrix} = \begin{bmatrix}1 & 0 \\ 0 & 0\end{bmatrix}\begin{bmatrix} U_{t-1}^* \end{bmatrix} + \begin{bmatrix}1 & 0 \\ 0 & 1\end{bmatrix}\begin{bmatrix}v_t \\ \zeta_t\end{bmatrix}$$

Onde a covariância da matriz $\begin{bmatrix}v_t \\ \zeta_t\end{bmatrix}$ é $\Sigma_{\epsilon t} = \begin{bmatrix}(\sigma^v)^2 & 0 \\ 0 & (\sigma^\zeta)^2\end{bmatrix}$

Resolução da matriz (equação de medida):

<u>$\Delta\pi_t$:</u>

1. $[(0 \times U^*) + (-\beta \times (U_t - U_t^*))] = -\beta\,(U_t - U_t^*)$

2. $[(a_1 \times \Delta\pi_{t-1}) + (a_2 \times \Delta\pi_{t-2}) + (a_3 \times \Delta\pi_{t-3}) + ((b_1 \times \Delta\pi^f) + (d_1 \times (\pi_{t-1}^f - \pi_{t-1})) + (e_1 \times \Delta\pi^e) + (f_1 \times (\pi_{t-1}^e - \pi_{t-1}))]$

3. $(1 \times e_\pi) + (0 \times 0) = e_\pi$

Restrição 1:

$\Delta\boldsymbol{\pi_t}$= ($U_t - U_t^*$) **+** [($\Delta\pi_{t-1}$) + ($\Delta\pi_{t-2}$) + ($\Delta\pi_{t-3}$) + (($\Delta\pi^f$) + (($\pi^f_{t-1} - \pi_{t-1}$)) + $\Delta\pi^e$ + (π^e_{t-1} - π_{t-1})]

***U*:**

1. [(1 × U*) + (1 × ($U_t - U_t^*$))] = U* + ($U_t + U_t^*$)

2. [(0 × $\Delta\pi_{t-1}$) + (0 × [($\Delta\pi_{t-2}$) + (0 × [($\Delta\pi_{t-3}$) + (0 × ($\Delta\pi^f$)) + (0 × ($\pi^f_{t-1} - \pi_{t-1}$)) + (0 × $\Delta\pi^e$) + (0 × (π^e_{t-1} - π_{t-1})] = 0

3. (0 × e_π) + (0 × 0) = 0

Restrição 2:

U= U* + ($U_t + U_t^*$)

Resolução da matriz (*state equation*):

U*

1. [(1 × U^*_{t-1}) + (0 × (U_{t-1} - U^*_{t-1}))] = U^*_{t-1}
2. [(1 × v_t) + (0 × ζ_t)] = v_t

U -U*

1. [(0 × U^*_{t-1}) + (0 × ($U_{t-1} - U^*_{t-1}$))] = 0
2. [(0 × v_t) + (1 × ζ_t) = ζ_t

Restrição 3:

U*= U^*_{t-1} + v_t

Modelo 2

Equação de medida:

$\Delta\pi_t$ = A(L)$\Delta\pi_{t-1}$ – β(U – U*) + yz_t + ε_t

U = U* + (U-U*)

Que pode ser traduzida **pela matriz:**

$$\begin{bmatrix}\Delta\pi_t\\ U\end{bmatrix} = \begin{bmatrix}0 & -\beta & 0\\ 1 & 1 & 0\end{bmatrix}\begin{bmatrix}U*\\ U_t - U_t^*\\ U_{t-1} - U^*_{t-1}\end{bmatrix} + \begin{bmatrix}a_1 & a_2 & a_3 & b_1 & d_1 & e_1 & f_1\\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0\end{bmatrix}\begin{bmatrix}\Delta\pi_{t-1}\\ \Delta\pi_{t-2}\\ \Delta\pi_{t-3}\\ \Delta\pi^f\\ (\pi^f_{t-1} - \pi_{t-1}\\ \Delta\pi^e\\ (\pi^e_{t-1} - \pi_{t-1}\end{bmatrix} + \begin{bmatrix}1 & 0\\ 0 & 0\end{bmatrix}\begin{bmatrix}e_\pi\\ 0\end{bmatrix}$$

Onde a covariância da matriz $\begin{bmatrix}e_\pi\\ 0\end{bmatrix}$ é Σ_{vt}= $\begin{bmatrix}(\sigma^\pi)^2 & 0\\ 0 & 0\end{bmatrix}$

Equação *State:*

$U_t^* = U^*_{t-1} + v_t$

$U_t - U_t^* = \psi(L)(U_{t-1} - U^*_{t-1}) + \zeta_t$

A *state equation* pode ser explicada pela **seguinte matriz:**

$$\begin{bmatrix}U^*\\ U_t - U_t^*\\ U_{t-1} - U^*_{t-1}\end{bmatrix} = \begin{bmatrix}1 & 0 & 0\\ 0 & \delta_1 & \delta_2\\ 0 & 1 & 0\end{bmatrix}\begin{bmatrix}U^*_{t-1}\\ U_t - U^*_{t-1}\\ U_{t-2} - U^*_{t-2}\end{bmatrix} + \begin{bmatrix}1 & 0 & 0\\ 0 & 1 & 0\\ 0 & 0 & 0\end{bmatrix}\begin{bmatrix}v_t\\ \zeta_t\\ 0\end{bmatrix}$$

Onde a covariância da matriz $\begin{bmatrix} v_t \\ \zeta_t \\ 0 \end{bmatrix}$ é Σ_{vt}= $\begin{bmatrix} (\sigma^v)^2 & 0 & 0 \\ 0 & (\sigma^\zeta)^2 & 0 \\ 0 & 0 & 0 \end{bmatrix}$

U^*:

1. $[(1 \times U^*_{t-1}) + (0 \times (U_{t-1} - U^*_{t-1})) + (0 \times (U_{t-2} - U^*_{t-2}))] = U^*_{t-1}$

2. $[(1 \times v_t) + (0 \times \zeta_t) + (0 \times 0) = v_t$

Restrição 3:

$\boldsymbol{U^*} = U^*_{t-1} + v_t$

$U_t - U^*_t$:

1. $[(0 \times U^*_{t-1}) + (\zeta_t (U_{t-1} - U^*_{t-1})) + (\zeta_t (U_{t-2} - U^*_{t-2}))]$
$= \zeta_t (U_{t-1} - U^*_{t-1}) + \zeta_t (U_{t-2} - U^*_{t-2})$

2. $[(0 \times v_t) + (1 \times \zeta_t) + (0 \times 0)] = \zeta_t$

Restrição 4:

$\boldsymbol{U_t - U^*_t} = (U_{t-1} - U^*_{t-1}) + (U_{t-2} - U^*_{t-2}) + \zeta_t$

$U_{t-1} - U^*_{t-1}$:

1. $[(0 \times U^*_{t-1}) + (1 \times (U_{t-1} - U^*_{t-1})) + (0 \times (U_{t-2} - U^*_{t-2}))] = U_{t-1} - U^*_{t-1}$

2. $[(0 \times v_t) + (\zeta_t \times 0) + (0 \times 0)] = 0$

Restrição 5:

$\boldsymbol{U_{t-1} - U^*_{t-1}}$= $U_{t-1} - U^*_{t-1}$

Os Saldos Orçamentais

J. Albano Santos*

a. Introdução

Os saldos orçamentais estão entre os indicadores económicos mais utilizados para avaliar o impacte do orçamento na economia. Na base deste facto está a circunstância de as receitas e as despesas orçamentais se inscreverem na densa teia de fluxos económico-financeiros que se estabelecem no seio da atividade produtiva desenvolvida num país e, desse modo, contribuírem para a definição das grandezas macroeconómicas. É, aliás, fácil descortinar esta realidade partindo da conhecida identidade básica que estabelece a seguinte relação:

$$Y = C + I + G + (X - M) \qquad [1]$$

onde *Y* representa o PIB (valor global das vendas de bens e serviços de uso final produzidos num determinado ano), *C* e *I* a parte desse conjunto de bens e serviços destinada ao consumo e ao investimento privados, *G* as despesas públicas com a aquisição desses bens e serviços e *(X–M)* as exportações líquidas. Desde logo, esta equação torna evidente que a influência exercida pelo orçamento na utilização dos recursos económicos é multifacetada, visto que, para além de controlar diretamente o valor de *G*, tem inequívocos efeitos na dimensão de *C*, de *I* e de (*X–M*).

Atendendo, por outro lado, a que: [***a***] sempre que é produzido cada um dos bens e serviços incluídos no PIB, alguém recebe o rendimento correspondente, pelo que o valor de *Y* representa, também, a soma dos rendimentos atribuídos aos fatores de produção; e [***b***] os beneficiários destes rendimentos só lhes podem dar um de três destinos alternativos — o consumo (*C*), a poupança (*S*) ou o pagamento de impostos líquidos (*T*)[1], — o valor total da produção pode ser encarado na perspetiva dos rendimentos correspondentes, dando lugar à seguinte identidade:

$$Y = C + S + T \qquad [2]$$

Das identidades [1] e [2] resulta, entretanto, uma terceira que, mantendo os símbolos utilizados, se pode escrever do seguinte modo:

$$(T - G) = (X - M) - (S - I) \qquad [3]$$

A expressão [3] mostra que existe uma clara interdependência entre o saldo orçamental (*T–G*), o saldo do sector privado, medido pela diferença entre a poupança e o investimento que aí se registam (*S–I*) e o saldo do exterior (*X–M*), apurado através da balança de pagamentos[2]. Essa correlação leva a que, por exemplo, admitindo que no sector privado as famílias e as empresas mantêm uma situação de equilíbrio entre a poupança e o investimento, um défice orçamental tenha por contrapartida, necessariamente, num défice externo de igual montante.

Acresce que, como já foi realçado, a incidência do orçamento na economia assume formas diversificadas. Para se avaliar o alcance do fenómeno, retome-se o exemplo de um aumento do défice orçamental — as suas repercussões não se circunscrevem à esfera financeira, dado que representa uma exigência adicional sobre a oferta de bens e serviços que, para ser satisfeita, vai implicar, isolada ou conjuntamente, alterações em três eixos: (**i**) um aumento da produção, (**ii**) um acréscimo das importações ou (**iii**) uma subida das taxas de juro e da inflação.

---

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade do autor podendo não coincidir com as da instituição. Todos os erros e omissões são da responsabilidade do autor.

[1] Isto é, o total dos impostos pagos diminuído das transferências entretanto recebidas do Estado.

[2] O "exterior" traduz o conceito de *Resto do Mundo* (RM), cuja conta abrange as operações entre unidades institucionais residentes e não-residentes. Apesar de não constituir, propriamente, um sector institucional, desempenha um papel semelhante na estrutura contabilística. A respetiva conta é estabelecida do ponto de vista do RM, quer dizer: um recurso para o RM é um emprego para o total da economia e vice-versa, assim como um ativo financeiro detido pelo RM é uma responsabilidade para o total da economia e vice-versa – cf. *SEC 2010*, 8.65; 8.67; do mesmo modo, um saldo contabilístico positivo significa um excedente do RM e um défice do país e vice-versa se for negativo.

Perante o carácter multidimensional desta cadeia de consequências[3], torna-se claro que é impossível delimitar um número capaz de, por si só, refletir a ampla variedade dos efeitos do orçamento na economia — realidade que já levou à mordaz afirmação de que o saldo orçamental é «um número à procura de um conceito»[4]. Com segurança, pode-se dizer que «não existe algo como o saldo orçamental, mas sim uma série de medidas alternativas, cada uma delas com as suas vantagens e desvantagens»[5]. Na verdade, a busca de uma fórmula única e universalmente aplicável que seja a medida perfeita do saldo orçamental será um exercício fútil[6]: a maneira "correta" de medir esta grandeza depende do objetivo que se tiver em vista.

Ora, os efeitos do orçamento que são mais vulgarmente analisados na generalidade dos países prendem-se com a necessidade de avaliar a pressão que as verbas que ele movimenta exercem *diretamente* no conjunto dos recursos económicos, sobretudo em dois aspetos essenciais: a contribuição do Sector Público para a poupança nacional e para a procura agregada. O primeiro caso leva ao cálculo usual do *saldo corrente*; o segundo justifica a medição do *Saldo Global* (porventura o valor mais divulgado) e das suas variantes destinadas a responder a tópicos específicos — o *saldo operacional*, o *saldo primário* e o *saldo estrutural*. Interessa, pois, proceder a uma breve análise destes indicadores.

b. O saldo corrente

Este saldo obtém-se, simplesmente, pela diferença entre as Receitas Correntes e as Despesas Correntes do Sector das Administrações Públicas (SAP)[7] e tem como objetivo principal a avaliação do volume de poupança nele gerado[8]. Está-se, pois, perante um conceito que permite analisar a capacidade do SAP para, não só financiar as suas despesas de funcionamento corrente, como ainda libertar uma poupança capaz de custear, no todo ou em parte, o investimento realizado neste sector[9]. Do ponto de vista económico, o saldo corrente assume uma importância particular, dado o papel decisivo que a poupança tem no desenvolvimento de uma economia[10].

Ora, o valor da poupança traduz a alteração do património líquido de um agente económico (normalmente medida pela variação líquida do valor dos seus ativos e passivos no decurso de um período financeiro). Deste modo, o cálculo da poupança remeter-nos-ia, intuitivamente, para o saldo das contas de capital — porém, «um orçamento de capital, nos moldes em que é usado pelo Estado, não é, principalmente, um mecanismo para registar e medir variações nos ativos». De facto, «os ativos líquidos do Estado não se alteram quando os empréstimos são aplicados na compra de bens de capital, uma vez que a responsabilidade pela dívida adicional é compensada por estes ativos, deixando intacto o "património líquido" do Estado. O ativo líquido altera-se (diminui) quando as despesas excedem as receitas na conta corrente»[11].

Assim, na prática, é habitual recorrer-se ao saldo corrente das Administrações Públicas para apuramento da alteração do respetivo património líquido. De realçar que, com este procedimento — e abstraindo das

[3] Para uma análise circunstanciada, veja-se BOSKIN, M. (1987) ou CEBULA, R. (1987).
[4] Cf. KOTLIKOFF, L. (1992). Aliás, noutra sede, o Autor não hesita em afirmar que «qualquer definição de "défice" é intrinsecamente arbitrária», uma vez que assenta sempre em convenções contabilísticas sem um significado profundo – cf. AUERBACH, A.; KOTLIKOFF, L. (1987).
[5] Cf. Mario Blejer e Adrienne Cheasty, *Measuring the Fiscal Deficit*, *in* BLEJER, M.; CHEASTY, A. – Eds. (1993).
[6] Cf. BLEJER, M.; CHEASTY, A. (1991). Esta realidade leva Vito Tanzi a afirmar, com algum humor, que «o défice pode ser como um elefante: reconhece-se sempre quando se vê, ainda que possa ser difícil de medir ou de descrever de modo satisfatório para toda a gente e para todos os fins» – cf. *Fiscal Deficit Measurement. Basic Issues*, *in* BLEJER, M.; CHEASTY, A. – Eds. (1993).
[7] Claro que o saldo corrente, como os demais, tanto pode ser calculado para o SAP como para os respetivos subsectores ou, até, para qualquer das unidades institucionais neles enquadradas. Aqui, por comodidade de linguagem reportamo-nos apenas ao saldo do SAP.
[8] Relembre-se que, de acordo com o *SNA 2008*, as contas correntes tratam da produção, da formação, da distribuição e da utilização do rendimento. Neste contexto, a poupança é o saldo da conta de utilização do rendimento disponível e representa a parte do rendimento gerado na produção (interna ou externa ao país em causa) que não é utilizada para consumo final (cf. 2.83). Trata-se, pois, de uma grandeza residual que não é medida diretamente, mas pelas utilizações que dela se fazem.
[9] Sem prejuízo de, numa perspetiva keynesiana, a constituição de uma poupança pode ser um meio de o governo deflacionar a economia.
[10] Em termos nacionais, a poupança já foi considerada como «uma provisão para o futuro» – cf. EISNER, R. (1994).
[11] Cf. BURKHEAD, J. (1956). O Autor realça, aliás, que «não é possível formular uma regra precisa para identificação das despesas de capital», pelo que «qualquer categoria classificada como "despesa de capital" fica vinculada a ser uma categoria extremamente arbitrária» (*ibidem*).

eventuais variações dos saldos de caixa[12] — obtém-se um valor absoluto idêntico àquele que seria proporcionado pelo correspondente saldo de capital[13]. Convém, aliás, ter presente que essa igualdade resulta, necessariamente, do pressuposto que subjaz à construção das contas públicas, segundo o qual «em qualquer período o total dos pagamentos públicos tem que ser igual ao total dos financiamentos de todas as fontes, incluindo empréstimos e criação de moeda»[14], como mostra o quadro seguinte[15]:

Quadro 1 – Análise das receitas e das despesas das Administrações Públicas

DESPESAS	RECEITAS
A. Despesas Correntes [(a)] **A_1** Aquisição de Bens e Serviços **A_2** Remunerações do Pessoal **A_3** Juros da Dívida Pública **A_4** Transferências **A_5** Outras	**B. Receitas Correntes** [(c)] **B_1** Impostos Diretos **B_2** Impostos Indiretos **B_3** Contribuições para a Segurança Social **B_4** Receitas Patrimoniais **B_5** Outras
C. Despesas de Capital [(b)] **C_1** Aquisição Líquida de Ativos Reais **C_2** Aquisição Líquida de Ativos Financeiros **C_3** Empréstimos Concedidos Líquido de Reembolsos **C_4** Outras	**D. Receitas de Capital** [(d)] **D_1** Venda Líquida de Ativos Reais **D_2** Venda Líquida de Ativos Financeiros **D_3** Empréstimos Contraídos Líquido de Amortizações **D_4** Outras
E. Aumento do Saldo de Caixa	**F. Diminuição do Saldo de Caixa**
TOTAL (A+C+E) = TOTAL (B+D+F)	

(*a*) Abrange as despesas que o Estado faz em bens consumíveis durante o período financeiro (*v.g.*, água, luz) ou que se vão traduzir na compra de bens consumíveis (*v.g.*, salários, pensões) – cf. RIBEIRO, J. Teixeira (1995). Trata-se de despesas que, de um modo geral, geram utilidades que se esgotam no período orçamental em que são feitas.

(b) São as que o Estado faz em bens duradouros (v.g., edifícios, estradas) ou que contribuem para a formação de aforro (v.g., compra de uma participação no capital de uma empresa) – ibidem. Trata-se de despesas que, de um modo geral, geram utilidades que perduram para além do período orçamental em que são feitas.

(c) São receitas que provêm do rendimento do período orçamental em que são obtidas (considera-se que tanto os compradores de bens produzidos pelo Sector Público como os contribuintes satisfazem os correspondentes pagamentos com aquele rendimento) – ibidem.

(d) São receitas que provêm do aforro (considera-se que quem compra ativos das Administrações Públicas ou lhes concede empréstimos o faz com dinheiro aforrado (ibidem).

Perante este quadro — construído de modo a reproduzir, de forma simples, a lógica que subjaz às contas públicas (que, aliás, na sua essência, não se distinguem da contabilidade de qualquer agente económico) — torna-se evidente que, uma vez aceite o referido pressuposto, passa a vigorar uma aritmética incontornável que faz com que, por definição, se estabeleça a igualdade entre os totais das receitas e das despesas, isto é:

$$(A+C+E) = (B+D+F).$$

[12] Na realidade, essas variações ocorrem, mas a sua expressão relativa é tendencialmente insignificante.

[13] Tenha-se presente que, por definição, as receitas correntes procedem do rendimento do período em causa. Assim, se admitirmos que os impostos (e as outras receitas correntes) são sempre pagos com rendimento que, de outro modo, seria canalizado para o consumo, teremos que o valor das receitas correntes das AP é subtraído ao consumo dos particulares. Por outro lado, visto que, também por definição, as despesas correntes das AP são despesas de consumo, infere-se que, se houver equilíbrio do orçamento corrente, o consumo público corresponde à redução do consumo privado, isto é, a atividade financeira das AP não afeta o nível de consumo do conjunto da Economia – e, consequentemente, não afeta o nível de poupança, uma vez que o rendimento disponível só tem duas aplicações alternativas: o consumo e a poupança. Desta maneira, o equilíbrio do orçamento corrente tem por contraponto o equilíbrio do orçamento de capital, isto é, o equilíbrio entre as receitas que provêm da poupança e as despesas que se concretizam em poupança ou em investimento. Mesmo quando não existe esse equilíbrio, subsiste a igualdade entre os valores absolutos dos saldos dos dois orçamentos O Prof. Teixeira Ribeiro apresenta um exemplo numérico desta igualdade e esclarece que «o défice do orçamento de capital iguala, e tem de igualar, o superave do orçamento corrente. Na verdade, as despesas são cobertas ou com receitas correntes ou com receitas de capital. Por conseguinte, as despesas de capital que não forem cobertas com receitas de capital (défice do orçamento de capital) têm de o ser com receitas correntes que não cubram despesas correntes (superave do orçamento corrente). Do mesmo modo, o défice do orçamento corrente iguala o superave do orçamento de capital» – cf. RIBEIRO, J. Teixeira (1995).

[14] Cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992).

[15] Adaptado de CHELLIAH, R. (1973). Para facilidade de exposição, dão-se aqui por equivalentes os termos “despesa” e “pagamento”, bem como “receita” e “recebimento”.

Nestas condições, o valor absoluto do saldo corrente (*B–A*) é precisamente igual à soma da variação líquida dos ativos e passivos do Sector das Administrações Públicas [dada pela diferença (*C–D*)] corrigida pela variação líquida dos saldos de caixa [dada pela diferença (*E–F*)], porquanto:

$$A + C + E = B + D + F \Rightarrow (B - A) = (C - D) + (E - F).$$

Admitindo, entretanto, que esta variação dos saldos de caixa é nula (*E–F* = 0) — a realidade mostra que, *em termos relativos*, essa variação tende a assumir um valor sem grande significado prático — conclui-se que o saldo corrente (*B–A*) e o saldo de capital (*D–C*) têm valores simétricos, pois

$$(B–A) = – (D–C).$$

O valor assim obtido corresponde à *Poupança Bruta* gerada no Sector Público, uma vez que o quadro em apreço não inclui nas Despesas Correntes a depreciação sofrida pelos ativos públicos no decurso do período financeiro; caso esse custo ali fosse contemplado, o saldo resultante seria a *Poupança Líquida*. Qualquer das variantes pode, aliás, ser positiva ou negativa, conforme o rendimento disponível exceda, ou não, a despesa de consumo final. No caso de ser positiva (e na ausência de transferências de capital), o rendimento não gasto deve ser usado na aquisição de ativos (eventualmente um aumento dos saldos de caixa) ou na redução de passivos. No caso de a poupança ser negativa, isso implica a liquidação de ativos (incluindo uma diminuição dos saldos de caixa), ou o aumento dos passivos[16].

Refira-se, por outro lado, que o Saldo Corrente pode indiciar o grau de cumprimento da chamada *Regra de Ouro* das Finanças Públicas que, na aceção original[17], preconiza que as despesas correntes sejam financiadas por receitas correntes, enquanto as despesas de investimento podem ser cobertas pelo produto de empréstimos[18]. Esta regra de boa gestão — segundo a qual apenas se deve recorrer ao crédito para financiar despesas com a formação de capital, isto é, despesas capazes de, no futuro, gerar rendimentos que permitam reembolsar esses empréstimos[19] — pode, aliás, ser interpretada como medida da observância do princípio da equidade intergerações (um Saldo Corrente negativo, por exemplo, denuncia que há despesas correntes financiadas por receitas de capital, violando aquele princípio)[20].

Ora, importa não perder de vista que, segundo alguns autores, é legítimo entender que a *Regra de Ouro* das Finanças Públicas subjaz, pelo menos implicitamente, à disposição do *Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia* que, em caso de incumprimento dos critérios estabelecidos para a abertura de um procedimento por défice excessivo, manda que sejam tomados em consideração os fatores relevantes, entre os quais se destaca o de saber «se o défice orçamental excede as despesas públicas de investimento»[21]. É, aliás, possível encontrar um sector de opinião que chega a defender a adoção expressa da *Regra de Ouro* pelo normativo da União Europeia[22]. Este entendimento está, porém, longe de ser matéria consensual[23].

---

[16] Cf. *SNA 2008* (9.28). Refira-se que Erik Lindahl (1891-1960) colocou a questão nos seguintes termos: se as receitas e as despesas correntes «são exatamente iguais, o orçamento está obviamente equilibrado no sentido de que o valor líquido da totalidade dos ativos públicos permanece inalterado. […] Se a receita corrente excede a despesa corrente, ocorre o correspondente aumento no valor líquido dos ativos públicos» – cf. LINDAHL, E. (1939).

[17] Na sua essência, esta regra remonta a LEROY-BEAULIEU, P. (1877) e foi retomada por outros grandes vultos das Finanças Públicas, como STEIN, L. von (1885), JÈZE, G. (1896/1912) ou MUSGRAVE, R. (1939). Mantém-se, até hoje, um tema controverso – vejam-se, por exemplo, PREMCHAND, A. (1983), POTERBA, J. (1995) ou ROBINSON, M. (1998). Cabe referir que a primeira aplicação prática desta regra terá ocorrido em 1907, nos Países Baixos – cf. Jan van Zanden, *Old Rules, New Conditions, 1914-1940*, *in* HART, M. *et al*. (1997). Hoje em dia esta regra tem diversas variantes.

[18] Com efeito, um saldo corrente em equilíbrio indica que os empréstimos eventualmente contraídos apenas cobrem as despesas de investimento.

[19] Cf. HUART, F. (2012). Pode, pois, dizer-se que a adesão à regra de ouro significa ajustar a poupança do Sector Público de modo a refletir a formação pública de capital – cf. OTT, A. (1993).

[20] Cf. Peter Jackson, *Budget Deficits: Cyclical or Structural*, *in* SNOWDON, B.; VANE, H. (2002). O Autor alerta, entretanto, para o facto de a classificação usada das despesas colocar problemas nesta interpretação do défice corrente – por exemplo, algumas despesas com a formação de capital humano (*v.g.*, salário dos professores) são consideradas despesas correntes e, todavia, dificilmente se aceitará que coloquem um encargo líquido sobre as gerações futuras. Nesta perspetiva, pode afigura-se, aliás, surpreendente que o custo de construção de uma faculdade não conte para o défice corrente, enquanto o pagamento aos respetivos professores contribua para agravar este indicador.

[21] Cf. N.º 3 do artigo 126 do TFUE. Veja-se, neste sentido, por todos, OTT, A. (1993).

[22] Vejam-se, por exemplo, MODIGLIANI, F., *et al*. (1998), FITOUSSI, J.-P.; CREEL, J. (2002) ou BLANCHARD, O.; GIAVAZZI, F. (2004).

[23] Vejam-se BALASSONE, F.; FRANCO, D. (2000).

c. O saldo global

O Saldo Global obtém-se pela diferença entre os totais das receitas efetivas e das despesas efetivas do Sector Público[24]. Trata-se do indicador tradicionalmente usado para avaliar a orientação da política orçamental através do seu impacte na procura agregada, sem prejuízo da evidência de que aquela política pode influenciar esta variável por outras vias que não as massas orçamentais — é bem conhecido, por exemplo, o facto de alterações nas taxas dos impostos criarem estímulos que, consoante os casos, se repercutem positiva ou negativamente na procura agregada através da sua componente privada[25].

Sabe-se, entretanto, que os totais das receitas e das despesas públicas são, por definição, idênticos — como se viu no ponto anterior, o orçamento está sempre em equilíbrio, no sentido de que são necessariamente idênticos o total dos financiamentos (incluindo os provenientes do recurso ao crédito e, nos países com moeda própria, a criação monetária) e o total dos pagamentos, ajustados pelo saldo de caixa (cf. Quadro 1). Assim, para que haja um saldo, nem todas as rubricas que figuram nas contas públicas entram no seu cômputo[26]. Com efeito, o apuramento de um saldo implica uma divisão crucial no conjunto das operações realizadas pelo erário público, de modo a separar as que são contadas como receita ou como despesa efetiva daquelas que são consideradas como simples meios de financiamento das primeiras[27].

De acordo com o critério correntemente usado na Contabilidade Pública para levar à prática esta divisão, classificam-se como *efetivas* as receitas e as despesas que provocam uma alteração definitiva do património financeiro líquido do Sector Público[28] — todas as outras são consideradas como mecanismos de financiamento e, portanto, excluídas do cômputo do saldo global[29]. Vê-se, pois, que o critério básico de divisão é o tipo de incidência patrimonial das operações em causa, uma vez que, se à partida todas as receitas e todas as despesas se repercutem no património financeiro da entidade envolvida, tanto num caso, como noutro, é, todavia, possível descortinar duas formas distintas de incidência: enquanto umas operações alteram o *valor líquido* do património, outras limitam-se a modificar a sua *composição.* Assim:

- Quanto às receitas: [1] há casos em que elas implicam uma melhoria da situação líquida do património financeiro — são as *receitas efetivas*: representam um acréscimo definitivo de recursos porque não têm associada qualquer contrapartida futura (*v.g*. a arrecadação de um imposto); e [2] há outros casos em que elas não alteram o património financeiro líquido — são as *receitas não efetivas*: não constituem um acréscimo definitivo de recursos dado que à entrada de dinheiro

[24] Daí que, por vezes, este indicador seja designado por *Saldo Efetivo*. Cabe recordar que, entre nós, a LEO adota o referido conceito de *Saldo Global*, esclarecendo que, no seu cálculo, não são consideradas as receitas e as despesas relativas a ativos e a passivos financeiros, nem o saldo da gerência anterior apurado na contabilidade orçamental (cf. artigo 27 da Lei nº. 151/2015, de 11 de Setembro). Refira-se que a versão anterior da LEO esclarecia que «as receitas e as despesas efetivas são as que alteram definitivamente o património financeiro líquido» e que este, por sua vez, é «constituído pelos ativos financeiros detidos, nomeadamente pelas disponibilidades, pelos depósitos, pelos títulos, pelas ações e por outros valores mobiliários, subtraídos dos passivos financeiros» – cf. artigo 9º. da Lei nº. 91/2001, de 20 de Agosto, republicada em anexo à Lei nº. 41/2014, de 10 de Julho.

[25] Cf. FELDSTEIN, M. (1980).

[26] De facto, só se pode chegar a um desequilíbrio (seja um excedente ou um défice) através da consideração de algumas rubricas como fatores de ajustamento ou de equilíbrio, excluindo-as, pois, das receitas ou das despesas efetivas, de modo a criar uma desigualdade entre os respetivos totais. Deste modo, a dimensão e o sinal do saldo orçamental dependem [*a*] dos pagamentos que se incluem nas despesas e [*b*] dos recebimentos que se excluem das receitas – cf. CHELLIAH, R. (1973).

[27] Em termos práticos imagina-se que essa separação é feita através de uma linha, de tal modo que, acima dela, registam-se as operações que são consideradas receita ou despesa efetiva, ficando as restantes (que são tomadas como meios de financiamento) da parte de baixo. Assim, na gíria, é vulgar falar-se em operações *acima da linha* (as que contam para o saldo) e operações *abaixo da linha* (as que não influenciam o valor do saldo).

[28] Importa recordar que a situação líquida do património financeiro de uma entidade pública é medida pela diferença entre os *ativos financeiros* e os *passivos financeiros* de que ela é titular. Há que ter presente que *ativos financeiros* e *passivos financeiros* são rubricas que figuram tanto do lado da receita como do lado da despesa. Como exemplos de *ativos financeiros* enquanto receita temos o reembolso de empréstimos concedidos pelo ente público, a venda de ações ou a alienação de partes sociais de empresas; já do lado da despesa esta rubrica pode ser ilustrada com a concessão de empréstimos ou aquisição de títulos de crédito (*v.g.*, ações, obrigações). No que toca aos *passivos financeiros*, incluem, por exemplo, quando receita, o produto da contração de empréstimos ou da emissão de obrigações; quando despesa, a amortização de empréstimos ou a execução de avales (veja-se a classificação económica das receitas e das despesas públicas estabelecida no Decreto-Lei nº. 26/2002, de 14 de Fevereiro). Sobre as diversas categorias de ativos e passivos financeiros no âmbito do SCN, *vd*. *SEC 2010* (5.12-5.15).

[29] Recorde-se que o *Sistema Europeu de Contas* (*SEC 2010*) define [**i**] uma operação de receita como aquela que aumenta o património líquido do Sector Público e possui um impacte positivo no respetivo endividamento líquido (cf. 20.76) e [**ii**] uma operação de despesa como aquela que tem uma repercussão negativa no endividamento líquido daquele sector (cf. 20.91).

nos cofres públicos corresponde, seja [2.1] o nascimento de uma obrigação financeira de igual valor que o ente beneficiário deve satisfazer no futuro (*v.g*. a contração de um empréstimo), seja [2.2] a redução dos seus ativos financeiros por um valor equivalente (*v.g*. a venda de ações).

- Quanto às despesas: [1] há casos em que elas agravam a situação líquida do património financeiro — são as *despesas efetivas* que representam uma redução definitiva de recursos, por não terem associada qualquer contrapartida financeira (*v.g*. o pagamento de um salário); e [2] há outros casos em que elas não alteram o património financeiro líquido — são as *despesas não efetivas* que não implicam um agravamento patrimonial porquanto, à saída de dinheiro dos cofres públicos corresponde, para a entidade envolvida, seja [2.1] a redução equivalente dos seus passivos (*v.g*. a amortização de um empréstimo[30]), seja [2.2] o aumento de igual montante nos seus ativos (*v.g*. a compra de ações).

Esta divisão no âmbito das receitas e das despesas públicas é, entretanto, decisiva para o calibre do Saldo Global, desde logo porque retira do seu cômputo os *Ativos Financeiros* e os *Passivos Financeiros*. Concebido nestes termos, o Saldo Global corresponde ao *endividamento líquido*, corrigido pela variação dos saldos de caixa. Dado, porém, que esta variação tende a apresentar, em termos práticos, uma ordem de grandeza relativamente reduzida, pode-se dizer que, à luz deste critério, as contas públicas estão equilibradas quando o endividamento líquido é nulo, isto é, quando o valor da dívida pública é idêntico no princípio e no fim do período financeiro em causa — daí que o critério em apreço seja vulgarmente conhecido por *Critério da Dívida Pública*[31].

O *endividamento líquido*, quando positivo, traduz um excedente ou *superavit* que se denomina *capacidade líquida de financiamento* e representa o montante que o sector das Administrações Públicas dispõe para propiciar recursos aos outros sectores (*v.g*., reembolso da dívida pública, concessão de crédito); quando negativo, corresponde a um défice que se designa *necessidade líquida de financiamento* e indica o valor dos empréstimos que têm de ser contraídos junto dos outros sectores para financiar as suas operações não financeiras[32]. De referir que, como o conceito não abrange as verbas destinadas à amortização da dívida pública, se estas forem adicionadas à *necessidade líquida de financiamento*, obtém-se o conceito mais amplo de *necessidade bruta de financiamento*[33].

Delimitado nestes termos, o Saldo Global é vulgarmente tomado como indicador da orientação da política orçamental: atendendo às incidências que o orçamento tem na procura agregada, considera-se que um défice denota um estímulo expansionista (na medida em que implica uma injeção de poder de compra na economia) e um excedente indicia uma influência contracionista (porquanto reflete uma remoção de dinheiro do circuito económico). Importa reter, porém, que a linearidade deste raciocínio suscita algumas reservas no plano teórico — basta atentar no *Teorema de Haavelmo*, segundo o qual, mesmo com o

[30] Note-se que, neste plano, a amortização da dívida pública é substancialmente diferente dos respetivos juros, pois estes, entendidos como remuneração de um fator produtivo, são considerados uma despesa efetiva, dado implicarem uma diminuição definitiva de recursos — e, portanto, agravarem a situação líquida do património financeiro da entidade que os paga. Subsiste, aliás, uma lógica económica subjacente à divisão feita por este critério: enquanto os juros da dívida pública afetam a procura agregada, dado serem um rendimento *novo*, gerado no período financeiro em causa, as amortizações não têm esse cunho, pois são a devolução de um capital já existente, pelo que, em princípio, o seu valor não vai alimentar a procura agregada.

[31] Não há um critério único: outro, por exemplo, é o chamado *Critério das Políticas Públicas*, segundo o qual uma operação é classificada como receita ou como despesa quando visa a prossecução de um objetivo definido pelos decisores políticos, não configurando, pois, um simples ato de gestão da liquidez do Sector Público. Embora a maior parte das operações tenha a mesma classificação qualquer que seja o critério utilizado, não deixam de subsistir algumas diferenças significativas – cf. BLEJER, M.; CHEASTY, A. (1991). Este facto alarga, pois, o espaço para a eventual manipulação da classificação das operações, de modo a afeiçoar os números a interesses de ordem política, o que já levou a afirmar que «o défice é uma construção contabilística arbitrária cujo valor depende da forma como o governo escolhe rotular as suas receitas e os seus pagamentos» – cf. KOTLIKOFF, L. (1989).

[32] Cf. SEC 2010 (20.112). Refira-se que uma *necessidade líquida de financiamento* define um orçamento deficitário – mas não é incompatível com uma poupança líquida: basta, para tal, que, no período em causa, o investimento exceda o défice. Isto é: um sector deficitário pode ser um aforrador líquido – cf. BOSKIN, M. (1987).

[33] De realçar que, em termos gerais, o conceito de *necessidade/capacidade líquida de financiamento* pode-se considerar o equivalente em Contabilidade Nacional (base de acréscimo) àquilo que o Saldo Global representa em Contabilidade Pública (base de caixa) – cf. IMF (2007), 245.

orçamento em equilíbrio, um aumento da despesa pública financiado por igual aumento de impostos tem um efeito expansionista[34].

Acresce que, independentemente dos aprofundamentos teóricos em que se possa envolver aquela interpretação, na prática, não é fácil retirar conclusões definitivas tendo como base exclusiva um valor determinado do Saldo Global. É certo que, por exemplo, um défice exerce um efeito expansionista na procura agregada — mas o acréscimo desta tanto pode ser dirigido a bens e serviços produzidos no país como no exterior, isto é, tanto pode ter um impacte positivo no nível de atividade como limitar-se a reflexos negativos na Balança de Pagamentos[35]. Torna-se, pois, claro que, para interpretar um saldo, o seu valor deve ser confrontado com informação relevante sobre as circunstâncias concretas em que ele ocorre.

Deste modo, o saldo global, só por si, é um indicador rudimentar da política orçamental, «não podendo constituir um substituto definitivo da informação quantitativa dos efeitos das variações nos instrumentos orçamentais que só um modelo econométrico pode fornecer»[36]. Ainda assim, «é geralmente considerado um útil instrumento para interpretar a evolução da economia e para expressivos debates sobre as escolhas políticas»[37]. Sobra, aliás, uma razão para o seu uso corrente: na arena política exige-se um número que, de forma simples, permita avaliar a política orçamental e, «se os economistas não avançarem com um, a opinião pública ou o Parlamento inventarão certamente o seu próprio indicador e é improvável que a escolha seja a melhor»[38].

d. O saldo operacional

Como atrás se viu, o saldo global é usado como indicador do impacte líquido que a atividade do Sector Público tem na procura agregada. Daí que as amortizações da dívida pública não entrem no seu cálculo, uma vez que se pressupõe que constituem o *reembolso* do capital mutuado, e não um rendimento que dele emana, pelo que o seu valor não vai ser aplicado em consumo — admite-se que seja reinvestido no mercado de capitais, nomeadamente na subscrição de novos empréstimos públicos. Coisa diferente são os juros da dívida pública, porquanto, uma vez que representam a *remuneração* do capital em jogo, constituem um rendimento que é suposto ser canalizado para o consumo, gerando, pois, uma pressão adicional sobre a procura agregada.

Ora, esta lógica perde alguma da sua validade se for inserida num contexto inflacionário. De facto, a inflação reduz o valor real dos títulos de dívida pública, pelo que, para compensar os credores desta erosão do valor dos seus ativos, a taxa de juro nominal tende a sofrer o correspondente acréscimo[39]. Assim, o

[34] Cf. HAAVELMO, T. (1945). O epónimo homenageia o economista norueguês Trygve Haavelmo (1911-1999), Prémio Nobel da Economia em 1989. Refira-se que o facto de o *Teorema de Haavelmo* sustentar que um aumento da despesa pública financiado por igual aumento de impostos não é neutro do ponto de vista macroeconómico permite inferir que a *dimensão* do orçamento é, só por si, um determinante do nível de atividade – uma conclusão que põe em causa a utilidade do Saldo Global enquanto indicador da política orçamental [cf. SHAW, G. (1972)]. Já foi, aliás, afirmado que «o saldo orçamental, no seu significado habitual, tem geralmente pouco interesse quando se trata de julgar os efeitos da política orçamental» – cf. HANSEN, B. (1955).

[35] Vale por dizer que, numa economia fechada, o efeito expansionista de um défice beneficia exclusivamente a atividade económica do país onde ele ocorre; numa economia aberta, porém, se há uma parte desse efeito benéfico que fica no país, outra parte (tanto maior quanto maior for o grau de abertura da economia) tende a ser canalizada para o exterior através das importações.

[36] Cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992). Importa não perder de vista que «as experiências econométricas válidas para analisar a forma como os défices afetam a atividade real são difíceis de encontrar. Muitas das variações nos défices públicos, tanto ao longo do tempo como transversalmente aos países, são devidas à variação das condições cíclicas ou a outros acontecimentos específicos, tais como a eclosão de guerras. Nenhuma delas propicia uma experiência válida para estudar a forma como os défices afetam a atividade real» – cf. Rudiger Dornbusch e James Poterba, *Debt and Deficits in the 1990s*, *in* MAKIN, J. *et al*. – Eds. (1990).

[37] Cf. Vito Tanzi et al., Effects of Inflation on Measurement of Fiscal Deficits: Conventional versus Operational Measures, in BLEJER, M.; CHEASTY, A. – Eds. (1993).

[38] Cf. Alan Blinder e Robert Solow, *Analytical Foundations of Fiscal Policy*, *in* BLINDER, A. *et al*. (1974). Parcialmente reproduzido em TEIGEN, R. – Ed. (1978). No entender daqueles autores, «o público parece necessitar de um número, tradicionalmente um défice orçamental, para encarar com orgulho ou com alarme, consoante o caso» (*ibidem*).

[39] Em clima inflacionário, quem pede dinheiro emprestado tem a vantagem de, quando reembolsar o empréstimo, usar uma moeda que vale menos do que aquela que inicialmente obteve; o credor, pelo contrário, tem a desvantagem correspondente: o dinheiro que emprestou é-lhe devolvido, mais tarde, numa moeda desvalorizada em relação àquela que cedeu. Conhecedor desta realidade, quem tem dinheiro para emprestar só o fará se, entretanto, a taxa de juro for aumentada de forma a compensar esta previsível perda que a erosão monetária implica. Deste modo, «a inflação eleva o preço nominal dos empréstimos, tal como o de todas as outras coisas, mas pode não aumentar o custo real – isto é, o custo de recorrer ao crédito *comparado* com o custo de tudo o mais», pelo que «tem de se aplicar um ajusta-

aumento nominal dos juros pagos não representa uma transferência real de poder de compra para os seus beneficiários — enquanto a taxa de juro *real* se mantiver, esse aumento limita-se a ressarcir o credor pela perda de valor do seu capital associada à subida da inflação. Nestas condições, é possível distinguir duas parcelas no valor dos juros pagos:

[1] A que se limita a compensar o credor pela erosão monetária sofrida pelo capital mutuado, pelo que, não podendo ser considerada um rendimento novo, deve fazer parte da amortização;

[2] A que corresponde à taxa de juro real e representa, pois, um rendimento novo para o credor, destinado, por definição, a ser aplicado em consumo sem reduzir o valor real do seu património líquido.

Como se compreende, só esta última componente dos juros tem repercussão na procura agregada, pelo que, de harmonia com o critério pré-definido, só ela deve entrar no cômputo do Saldo Global. Todavia, o cálculo deste, nos moldes convencionados, não reconhece a distinção em apreço, pelo que leva em conta a totalidade dos juros pagos, independentemente de o seu objetivo ser o de restituir o valor da depreciação sofrida pelo capital ou o de remunerar esse ativo. Deste modo, o cálculo estritamente convencional do Saldo Global introduz um enviesamento no valor resultante, tanto maior quanto mais intensa for a inflação[40].

Ora, é para corrigir esta insuficiência do Saldo Global, que se perfila o *Saldo Operacional*, caracterizado por um método de cálculo em tudo semelhante ao Saldo Global exceto no seguinte detalhe: não considera como despesa efetiva a parcela dos juros induzida pela inflação, isto é, a parte do valor pago em juros que excede o produto da dívida pública pela taxa de inflação *real*[41]. A lógica desta exclusão é a de que os efeitos que aquela parcela dos juros tem na economia são praticamente análogos aos produzidos pelas amortizações — bem se pode dizer que, «no fundo, ela equivale a uma amortização forçada, devido à inflação»[42].

Delimitado nestes termos, o Saldo Operacional mede a variação do valor *real* da dívida pública no decurso do período financeiro em análise[43]. O interesse do apuramento do Saldo Operacional é tanto maior para os decisores políticos quanto mais elevada for a taxa de inflação, na medida em que é esta variável que determina o grau de enviesamento que aquele saldo corrige. Compreende-se, pois, que o FMI, no seu *Manual on Fiscal Transparency*, defenda a conveniência do apuramento deste saldo nos países em que se regista um surto inflacionário.

e. O saldo primário

O Saldo Global inclui no seu cálculo o valor dos juros pagos pela dívida pública o que pode provocar algumas distorções — desde logo a que surge em contexto inflacionário e que, como se viu no ponto anterior, é corrigida pelo Saldo Operacional. Contudo, esta correção apenas elimina uma parcela dos

---

mento inflacionário à dívida pública – ou a qualquer dívida – tal como tem de se aplicar aos preços da habitação, da alimentação e de tudo o mais se quisermos ver quanto os seus valores reais se alteraram num dado espaço de tempo» – cf. HEILBRONER, R.; BERNSTEIN, P. (1989).

[40] Assim, por exemplo, em ambiente inflacionário, o valor de um défice apurado pelo Saldo Global tende a estar sobreavaliado, na medida em que conta como despesa efetiva a parcela dos juros que compensa a depreciação do capital, pelo que, em bom rigor, constitui amortização, devendo, pois, figurar abaixo da linha. Daí que se possa distinguir o *défice nominal* (aquele que se observa nas contas públicas) do *défice real* (cujo montante é o do défice nominal corrigido do efeito da inflação no valor da dívida pública, isto é: o valor do défice real obtém-se subtraindo do défice nominal o produto da taxa de inflação pelo total da dívida pública). Imagine-se uma situação em que o défice nominal e a dívida pública são de 20 e de 100 milhões de euros, respetivamente, e a taxa de inflação é de 5% – nestas condições, o défice real seria de 15 milhões de euros [pois 20 – (100 × 0.05) = 15]. Deste modo, é concebível que, em casos extremos, a inflação possa fazer com que, a um défice nominal, corresponda um excedente real – cf. COLANDER, D. (1993).

[41] Cf. Vito Tanzi *et al*., *op. cit*.

[42] Cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992). Note-se que esta "amortização forçada" pode atingir níveis elevados: de facto, «uma inflação *não antecipada* é potencialmente o mais importante meio através do qual um governo pode reduzir o valor real da sua dívida nominalmente denominada, se excluirmos o repúdio formal ou o incumprimento» – cf. BUITER, W. (1990).

[43] Cf. James Barth *et al*., *The Effects of Federal Budget Deficits on Interest Rates and the Composition of Domestic Output*, *in* PENNER, R. – Ed. (1991). Importa ter presente que o Sector Público, como qualquer outro devedor, beneficia da inflação, dado que a subida do nível de preços provoca a diminuição do valor real dos títulos de dívida pública anteriormente emitidos. Esta redução do valor da dívida pode, aliás, ser vista como um aumento das receitas do Sector Público, dando lugar ao chamado *imposto-inflação*.

juros pagos, pelo que o saldo resultante continua a incluir uma parte que corresponde a esta categoria de encargos. Ora, se um saldo for usado para qualificar a política orçamental de um determinado período financeiro, a simples presença de juros da dívida pública no seu cômputo vai provocar um enviesamento na análise, independentemente de a lógica que lhes subjaz ser o reembolso ou a remuneração do capital mutuado.

De facto, os juros da dívida pública pagos num determinado ano resultam, em grande medida, de empréstimos contraídos no passado para financiar os défices que então se registaram. O governo atual recebe este legado cujo valor escapa, praticamente, à sua capacidade de decisão, quer dizer, o montante que é obrigado a despender para pagar os juros não depende da sua vontade[44] — trata-se de uma despesa que, em condições normais, não está nas mãos do governo evitar ou, sequer, reduzir significativamente, pelo que lhe falta o carácter discricionário que é típico das variáveis utilizadas para estabelecer a política orçamental[45].

Assim, um saldo orçamental destinado a qualificar a orientação da política orçamental num determinado ano, deve excluir do seu cálculo os juros da dívida pública, uma vez que estes não resultam de uma opção do governo em funções nesse ano, mas sim de sucessivas decisões políticas tomadas no passado. Para responder a esta exigência lógica define-se o *Saldo Primário*, cujo valor é dado pela diferença entre as receitas e as despesas efetivas do Sector Público, excluindo das últimas o valor dos juros da dívida pública[46]. Ou seja: o Saldo Primário obtém-se do Saldo Global retirando do cálculo deste a totalidade dos juros pagos no ano em causa[47].

Nestes termos, o Saldo Primário de um dado ano mede a variação do endividamento líquido do Sector Público que é devida, exclusivamente, à política orçamental prosseguida nesse período. Assim, por exemplo, um Saldo Primário positivo indica que a política orçamental desenvolvida no período em causa contribuiu para reduzir a importância da dívida pública — o que, sublinhe-se, não impede que, no mesmo período, o Saldo Global apresente um valor negativo, mostrando que, de facto, a dívida pública aumentou: só que a causa deste aumento são os juros pagos, cujo montante resulta de políticas orçamentais levadas a cabo no passado.

Acresce que, para além de constituir um indicador mais fiável da orientação da política orçamental no período a que diz respeito, o Saldo Primário permite também analisar a sustentabilidade dos défices do Sector Público. Com efeito, «se há dívida pública, um orçamento primário equilibrado implicará que, no seu todo, o orçamento seja deficitário»[48]. Vale por dizer que, no caso de um país endividado, um Saldo Primário em equilíbrio denuncia a necessidade de contrair empréstimos para pagar os juros, o que pode precipitar a dívida pública num efeito de bola de neve — uma circunstância que alerta para a premência de se alcançar um excedente primário capaz de, pelo menos, compensar o montante dos juros a pagar[49].

Posto isto, facilmente se reconhece que os três saldos acima delimitados acabam por se distinguir entre si pela forma como tratam os juros da dívida pública: o *Saldo Global* inclui a totalidade do valor pago nesta

[44] Os juros a pagar num dado ano dependem do montante da dívida pública (resultante de sucessivos défices registados no passado) e das taxas de juro praticadas (decorrentes da orientação da política monetária) – qualquer delas variáveis que, pelo menos no curto prazo, escapam ao controlo das autoridades.

[45] Recorde-se que a política orçamental é definida como a «utilização *deliberada* das receitas e despesas do sector público para alcançar objetivos específicos» – cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992). O itálico foi adicionado.

[46] Esta é a forma habitual de calcular o Saldo Primário. Todavia, usando um estrito rigor conceptual, apenas o montante *líquido* dos juros pagos pelo Sector Público deveria ser removido (tenha-se presente que o legado recebido por cada governo inclui, não só empréstimos contraídos, mas também empréstimos concedidos) – cf. BLEJER, M.; CHEASTY, A. (1991).

[47] Note-se que, se representarmos por *SG* o Saldo Global, por *SP* o Saldo Primário, por R_c as receitas correntes, por R_k as receitas de capital, por D_c as despesas correntes, por D_k as despesas de capital e por *J* os juros, o valor daqueles dois saldos é obtido nos seguintes termos:

$$SG = (R_c + R_k) - (D_c + D_k)$$

$$SP = (R_c + R_k) - [(D_c - J) + D_k].$$

Assim, a relação aritmética que estes saldos estabelecem entre si é, como facilmente se deduz,

$$SP = SG + J.$$

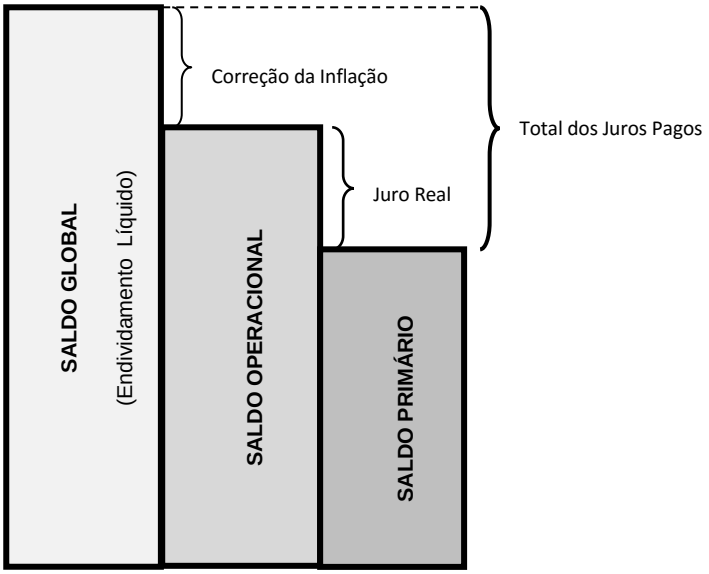
Cumpre chamar a atenção para o carácter "enganador" desta expressão, dado que, simplesmente lida, parece indicar que os juros são uma componente do saldo primário – o que não corresponde à realidade, como mostra a dedução da fórmula e acima foi sublinhado.

[48] Cf. EISNER, R. (1986).

[49] Compreende-se, pois, que o FMI preconize que o reporte do saldo primário deve ser uma rotina nos países em que a dívida pública apresenta um elevado valor ou mostra uma tendência para o agravamento – cf. IMF (2007), 247.

categoria de despesa; o *Saldo Operacional* exclui a parte dos juros pagos que se limita a corrigir os efeitos da inflação no valor do capital mutuado; e o *Saldo Primário* exclui do seu cálculo qualquer quantia referente a juros pagos. A figura seguinte[50] ilustra esta relação entre os saldos em causa (claro que as proporções relativas dos retângulos justapostos não têm qualquer significado — basta pensar que nada impede que um saldo global negativo possa coexistir com um saldo primário positivo).

Fig. 4 - Distinção entre os saldos global, operacional e primário



f. O saldo estrutural

Como se tem vindo a referir, a variação anual do saldo global apurado através da conta consolidada das Administrações Públicas é um dos indicadores mais utilizados para avaliar o efeito contracionista ou expansionista que a política orçamental exerce no nível de atividade económica[51]. A tradicional preferência por este saldo assenta na relativa simplicidade do seu cálculo (subtração do total da despesa efetiva ao total da receita efetiva) e no carácter intuitivo da grandeza que mede: o endividamento líquido gerado pelo conjunto de entidades incluídas no perímetro orçamental.

Trata-se, porém, de um indicador sofrível, capaz de levar a análises incorretas quanto à orientação da política orçamental. De facto, o saldo global reflete, não só as medidas discricionárias tomadas pelos responsáveis públicos (*v.g.*, redução das taxas dos impostos, aumento das pensões), mas também as flutuações cíclicas do nível de atividade económica, a que os governos são alheios: se a conjuntura é favorável, o saldo melhora espontaneamente, pois há receitas que aumentam (*v.g.*, cobrança de impostos sobre o rendimento) e despesas que diminuem (*v.g.*, despesa com o subsídio de desemprego)[52]; se a conjuntura é negativa, o saldo piora em função de variações opostas daquelas receitas e despesas[53].

Assim, o Saldo Global não é uma grandeza que o governo possa controlar diretamente: «tem de ser encarado como uma entidade determinada pelo conjunto do sistema económico, isto é, como uma variável endógena»[54]. De facto, qualquer valor que ele assuma pode ser o reflexo de duas circunstâncias distintas

[50] Adaptada do *World Development Report 1988*, do Banco Mundial.
[51] Refira-se que os autores dividem-se quanto à questão de saber se o impacte do saldo na política orçamental depende do seu *nível* ou da sua *variação*. Assim, por exemplo, enquanto alguns defendem que a variação do saldo é o tópico relevante [*v.g.*, SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992)], outros sustentam que, em parte, a questão é semântica, pois a resposta depende do objetivo com que se analisa o saldo [*v.g.*, CHELLIAH, R. (1973)].
[52] Deste modo, o efeito prático de uma conjuntura favorável equivale à entrada de um dinheiro extra nos cofres públicos, como se o crescimento do PIB pagasse dividendos ao Estado – daí que, na circunstância, se use a expressão *dividendo orçamental*.
[53] As receitas e despesas deste género, cujo valor varia automaticamente em função da conjuntura económica, são vulgarmente conhecidas por *estabilizadores automáticos* dado que, sem qualquer intervenção das autoridades competentes, atenuam as flutuações do nível de atividade económica.
[54] Cf. HANSEN, B. (1955). Recorde-se que, num modelo econométrico, uma variável diz-se endógena (ou dependente) se o seu valor é explicado por esse modelo, nomeadamente através do comportamento das chamadas variáveis exógenas (ou independentes). Assim, «se a receita dos impostos ou o montante das despesas públicas depende do

e com significados bem diferentes: [**1**] a orientação que os responsáveis políticos quiseram imprimir à política orçamental através de medidas discricionárias[55]; ou [**2**] a evolução da conjuntura económica com as suas repercussões automáticas nas contas públicas.

Nestas condições, bem se pode dizer que «o saldo orçamental efetivo é ambíguo porque pode refletir dois fenómenos ou duas políticas contraditórias: a influência do orçamento na economia ou a influência da economia no orçamento»[56]. Daí a fraca qualidade deste saldo quando tomado como indicador da orientação da política orçamental — ao usá-lo para este efeito faz-se completa abstração das conhecidas incidências que a conjuntura económica tem no valor do saldo, o que pode provocar graves enviesamentos na análise.

Deste modo, para uma correta classificação da política orçamental, bem como para a conveniente avaliação da sustentabilidade das Finanças Públicas, é fundamental que o valor do saldo global seja decomposto em duas componentes: a que representa a reação automática das contas públicas às variações do nível de atividade que acompanham o ciclo económico (e que, por isso, é designada *componente cíclica*, vincando a sua natureza conjuntural); e a que reflete o impacte das medidas de política económica tomadas por deliberação das autoridades competentes (e que, por contraponto com a anterior, é chamada de *componente estrutural*, dada a sua relativa perenidade). Isto é: há que distinguir entre a influência da economia no orçamento e a influência do orçamento na economia.

A fim de satisfazer esta exigência metodológica, começa por surgir o conceito de *Saldo Corrigido das Variações Cíclicas*, obtido por simples subtração ao Saldo Global do valor apurado para a sua componente cíclica[57]. Alcança-se, deste modo, um grau superior de precisão, dado que os efeitos do ciclo económico são removidos. Mas subsistem, ainda assim, eventuais fatores de enviesamento, nomeadamente os que resultam da possibilidade de os governos recorrerem a medidas excecionais — e, quantas vezes, irrepetíveis — que alteram transitoriamente o saldo (*v.g.*, perdão fiscal que, no ano em que é concedido, gera um expressivo aumento de receita e a consequente baixa do défice)[58].

O intuito de acautelar este último tipo de medidas levou, enfim, à definição de um novo conceito — o de *saldo estrutural* que corresponde ao saldo global corrigido das variações cíclicas e líquido de medidas extraordinárias e temporárias[59]. Trata-se de uma grandeza residual que pretende indicar o valor que o saldo global teria no caso de se verificarem, conjuntamente, duas condições: (1) a atividade económica permanecer ao nível do PIB potencial, livre de flutuações conjunturais; e (2) não serem tomadas medidas excecionais com incidência nesse saldo. Pressupõe-se que, uma vez removidos estes fatores de enviesamento, o valor remanescente traduz a orientação intencionalmente dada pelos governos à política orçamental[60].

Ora, importa não perder de vista que, delimitado nestes termos, o saldo estrutural não é diretamente observável nas contas públicas — o seu valor só pode ser obtido por estimativa, o que cria um espaço para alguma margem de incerteza. Para se avaliar o alcance da controvérsia que o valor deste saldo pode

---

nível do produto nacional, o saldo efetivo do orçamento não é uma grandeza controlada diretamente pelo Governo, mas uma variável endógena. Um aumento do produto, por exemplo, reduz automaticamente o défice ou aumenta o excedente» – cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992).

[55] As medidas discricionárias são sempre consideradas como não cíclicas, ainda que possam ser tomadas como resposta direta a flutuações cíclicas da economia. Recorde-se que estas medidas tanto podem configurar uma política orçamental *pró-cíclica*, (amplia as flutuações próprias do ciclo económico – *v.g.*, redução dos impostos numa fase expansiva) como *anti-cíclica* (procura reduzir aquelas flutuações – *v.g.*, programa de obras públicas numa fase recessiva).

[56] Cf. RIVOLI, J. (1975). O Autor dá o seguinte exemplo: «em situação de subemprego, um défice orçamental pode refletir uma política orçamental audaciosa cujo objetivo é o de estimular a economia, ou uma ausência de política que se traduz então por uma redução das receitas fiscais».

[57] As primeiras tentativas remontam aos anos 50 do século passado – cf. BROWN, E. (1956). As vantagens do conceito foram bem sublinhadas por Alan Blinder e Robert Solow – cf. *Analytical Foundations of Fiscal Policy*, in BLINDER, A. *et al*. – Eds. (1974).

[58] Aliás, não é difícil de imaginar a situação em que uma melhoria ocasional de um défice tenha por consequência o seu agravamento no futuro: a transferência para o Estado do fundo de pensões de uma empresa privada, por exemplo, baixará o défice no ano em que se realiza; porém, caso esse fundo esteja deficientemente provisionado, aquela melhoria vai ter por contrapartida, *ceteris paribus*, o agravamento do défice no futuro.

[59] A lógica de isolar estas medidas de efeito transitório é a de permitir identificar as tendências orçamentais subjacentes, com carácter mais permanente.

[60] Cf. Peter Jackson, *Budget Deficits: Cyclical or Structural*, *in* SNOWDON, B.; VANE, H. (2002).

suscitar, basta ter presente que o seu cálculo envolve os seguintes passos, nenhum deles isento de dificuldades[61]:

[i] Avaliação do PIB potencial[62] a fim de determinar o ponto do ciclo económico em que a economia se encontra e proceder ao cálculo do hiato do produto (*HP*) que lhe está associado. Importa reter que este conceito corresponde à diferença entre o PIB apurado nas contas nacionais — dito PIB efetivo ou observado (*Y*) — e o PIB potencial (Y_P), sendo normalmente expresso em percentagem deste último, isto é,

$$HP = \frac{dY}{Y_P} = \frac{Y - Y_P}{Y_P}$$

Das metodologias disponíveis para a avaliação do PIB potencial[63] (todas elas implicando alguma simplificação da realidade e, desse modo, condicionando o resultado obtido), a opção prevalecente no âmbito da UE recai no uso de uma função de produção[64];

[ii] Cálculo do *parâmetro de ajustamento cíclico do saldo orçamental* (ε)[65] que quantifica a reação do saldo global às variações da conjuntura económica representadas pelo hiato do produto. O valor deste parâmetro, aplicado ao referido hiato, proporciona uma estimativa para a componente cíclica (*CC*) daquele saldo, nos seguintes termos:

$$CC = \varepsilon * HP$$

Com a subtração desta componente cíclica ao saldo global observado nas contas públicas e expresso em percentagem do PIB efetivo (B/Y) obtém-se, entretanto, o que começou por ser designado por *Saldo Potencial de Pleno Emprego*,[66] designação entretanto substituída por *Saldo Corrigido das Variações Cíclicas* (SCC), isto é:

$$SCC = (B/Y) - CC$$

[iii] Identificação das medidas extraordinárias e temporárias tomadas no período em causa, cujo valor global (*ME*), expresso em percentagem do PIB, será retirado do cômputo do Saldo Estrutural (*SE*). Dado que o impacte destas medidas no saldo orçamental tanto pode ser positivo (*v.g.*, imposto extraordinário) como negativo (*v.g.*, aquisição incomum de dispendioso equipamento mili-

[61] Cf. MOURRE, G. *et al*. (2013). Para uma análise da metodologia anteriormente seguida, ver GIROUARD, N.; ANDRÉ, C. (2005).

[62] Recorde-se que o PIB potencial representa o nível máximo de produção que, dados os recursos disponíveis, uma economia pode gerar sem acelerar a inflação. É vulgarmente tomado como equivalente ao nível de produto correspondente à clássica "taxa natural de desemprego", modernamente substituída pelo conceito de NAIRU (acrónimo de *non accelerating inflation rate of unemployment*) ou de NAWRU (acrónimo de *non accelerating wage rate of unemployment*) – basicamente, a menor taxa de desemprego que uma economia pode sustentar a longo prazo sem provocar tensões inflacionistas.

[63] As mais comuns são o cálculo do PIB tendencial através de técnicas estatísticas de alisamento de séries cronológicas, como o filtro de Hodrick-Prescott [cf. HODRICK, R.; PRESCOTT, E. (1997)] ou o recurso a uma função de produção que relaciona o produto com os fatores de produção e a respetiva produtividade, nomeadamente do tipo Cobb-Douglas [cf. COBB, C.; DOUGLAS, P. (1928)].

[64] A decisão de adotar esta metodologia foi tomada em 2002 (Conselho ECOFIN de 12 de Julho). Optou-se por uma função do tipo Cobb-Douglas que decompõe o PIB potencial (Y_P) nos fatores produtivos Trabalho (*L*) e Capital (*K*), multiplicando-os pelo fator residual Produtividade Total dos Fatores (*PTF*) que representa o nível tecnológico, isto é,
$Y_P = L^{\alpha}K^{1-\alpha}$ PTF
onde *α* e *1-α* figuram como a elasticidade do produto relativamente aos fatores Trabalho e Capital, respetivamente. Para uma análise detalhada desta função, veja-se D'AURIA, F. *et al*. (2010).

[65] O valor deste parâmetro é dado pela semi-elasticidade do saldo global (expresso em percentagem do PIB) em relação ao hiato do produto – conceito que captura a reação daquele saldo em resposta à variação cíclica do PIB [recorde-se que, por definição, a semi-elasticidade de *y* em relação a *x* é a variação percentual de *y* em resposta ao aumento de uma unidade de *x* – cf. WOOLDRIDGE, J. (2013)]. Note-se que o cálculo de ε exige a prévia estimação das elasticidades em relação ao hiato do produto para cinco categorias de receita (imposto sobre o rendimento pessoal, imposto sobre o rendimento coletivo, impostos indiretos, contribuições para a Segurança Social e receitas não tributárias) e uma de despesa (os gastos com o desemprego), todas elas ponderadas pelo seu peso nos totais da receita e da despesa. Estes totais, por sua vez, são ponderados pelo seu peso no PIB – cf. MOURRE, G. *et al*. (2013).

[66] Esta designação foi muito usada nas décadas de 60 e 70 do século passado; perdeu, contudo, popularidade devido a alguma arbitrariedade na escolha da taxa de pleno emprego – cf. OTT, A. (1993).

tar), o valor *ME* será, consoante o caso, adicionado ou subtraído ao *SCC*,[67] isto é, em termos gerais:

$$SE = SCC \pm ME$$

Não há, entretanto, uma definição precisa deste tipo de medidas — a que existe no âmbito da UE qualifica-as como «medidas que têm um efeito orçamental transitório que não leva a uma mudança sustentada na situação intertemporal das Finanças Públicas».[68] Daí que, na prática, a sua identificação seja feita caso a caso – o que abre espaço para alguma margem de interpretação[69].

Em face do exposto é fácil reconhecer que, a despeito do seu recorte conceptualmente atraente, o saldo estrutural envolve questões práticas de medida nos vários passos que o seu cálculo exige[70]. O aspeto mais crítico destas dificuldades será, porventura, o de o saldo ser fortemente tributário do PIB potencial, cuja grandeza, não podendo ser obtida diretamente, é suscetível de ser calculada através de vários métodos que geram estimativas divergentes, sem que nenhuma delas se imponha como terminante. Aliás, mesmo fixando um determinado método, a amplitude da diferença entre as sucessivas revisões do PIB potencial para um dado ano mostra bem o alcance do inconveniente em causa.

Acresce que os passos subsequentes do cálculo do Saldo Estrutural também geram resultados com algum grau de incerteza: por um lado, o parâmetro que mede a reação do Saldo Global ao ciclo económico (crucial para avaliação da sua componente cíclica) assenta no pressuposto de que as elasticidades dos impostos em relação ao PIB são constantes, quando a realidade mostra que elas podem ter flutuações significativas; por outro lado, a identificação das medidas extraordinárias que devem ser excluídas do cômputo do Saldo Estrutural é feita com base num critério que comporta uma componente subjetiva dificilmente negligenciável. Percebe-se, pois, que este tipo de saldos já tenha merecido a designação de "construções hipotéticas"[71].

Posto isto, importa sublinhar que o elenco das limitações que se apontam ao Saldo Estrutural (aquelas que acima se registam estão longe de ser exaustivas) não implica que ele deva ser posto de parte, nomeadamente no âmbito dos mecanismos de vigilância orçamental vigentes na UE — aconselham, tão-só, que o uso deste indicador seja rodeado de uma razoável dose de prudência. Em boa verdade, a despeito das suas imperfeições, o Saldo Estrutural, no âmbito referido, acaba por proporcionar melhor orientação que o Saldo Global. É, aliás, de considerar a hipótese de boa parte dos defeitos apontados ao Saldo Estrutural representarem, apenas, as inevitáveis manifestações da chamada *Lei de Goodhart* [72].

---

[67] Claro que, na maioria dos casos, estas medidas têm um efeito positivo sobre o saldo orçamental, uma vez que estão associadas à conhecida tentação dos decisores políticos de melhorarem a imagem do défice, Vale por dizer é mais frequente a situação em que o valor *ME* se soma ao saldo corrigido.

[68] Cf. código de conduta que, sob o título *Specifications on the Implementation of the Stability and Growth Pact*, foi publicado em 3 de Setembro de 2012. Para se ter uma ideia do alcance destas medidas, apresentam-se os seguintes exemplos (circunscritos a casos expressamente referidos na CGE): do lado da receita, a transferência para o Estado dos fundos de pensões da Portugal Telecom (2800 milhões de euros, o equivalente a 1.6% do PIB, em 2010) e dos Bancários (5993.2 milhões de euros, *idem* 3.5% do PIB, em 2011); do lado da despesa, a assunção de dívidas da R.A. da Madeira (707.4 milhões de euros, *idem* 0.4% do PIB, em 2011) e uma injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos reclassificada como despesa não-financeira (750 milhões de euros, *idem* 0.5% do PIB, em 2012). Cabe referir que a transferência para o Estado de fundos de pensões deixou de ser considerada como receita com a instituição do *SEC 2010* pelo Regulamento (UE) nº. 549/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Maio de 2013.

[69] Em EUROPEAN COMISSION (2006) indicam-se os principais traços que caracterizam as medidas em causa e apresenta-se uma lista indicativa com os casos mais frequentes que divide consoante reduzem o défice (*v.g.*, venda de ativos não financeiros) ou o aumentam (*v.g.*, custos com auxílio de emergência às vítimas de uma catástrofe). De qualquer modo, alcançar um entendimento consensual quanto a este conceito nem sempre é fácil: de facto, «ainda que aparentemente simples, não há um critério universalmente aceite para identificar medidas extraordinárias e temporárias» – cf. BORNHORST, F. *et al*. (2011). Sobre este tipo de medidas, veja-se, também, KOEN, V.; van den NOORD, P. (2005).

[70] Importa não perder de vista que a relativa complexidade desse cálculo não é isenta de consequências: «quanto mais complicada é a regra, mais difícil se torna a sua aplicação» – cf. ALESINA, A.; PEROTTI, R. (1994).

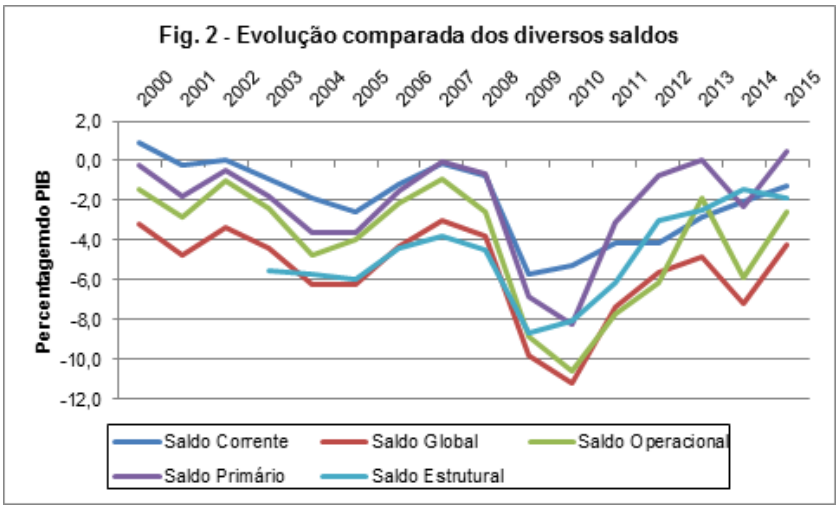
[71] Cf. OTT, A. (1993).

[72] Do nome do economista britânico Charles Goodhart (1936-), esta lei sustenta que, sempre que um indicador quantitativo de ordem económica ou social se torna um objetivo político, perde o conteúdo informativo que o qualificava para esse fim e deixa de ser uma medida útil [cf. GOODHART, C. (1975)]. Esta perversão decorre do risco de os responsáveis, uma vez obrigados a atingir determinados objetivos, passarem a usar todos os artifícios que a imaginação consente para que os seus números atinjam as metas fixadas. Isto é: uma *cultura do resultado* pode levar os dirigentes a focar principalmente a medida, abstraindo-se do objetivo real e, desse modo, a seu "sucesso" acabará por traduzir-se em estatísticas vazias de sentido.

g. A expressão numérica dos diversos saldos

Uma vez delimitados os principais saldos utilizados para, sucintamente, analisar em moldes quantitativos a situação das contas das Administrações Públicas, interessa ver o alcance das diferenças que estes indicadores estabelecem entre si. Neste sentido, a Fig. 2, elaborada com base no Quadro 2, mostra a evolução comparada dos valores que estes saldos registam em Portugal no decurso da primeira década do presente século. Perante estes números, torna-se evidente que, em determinadas situações, estes indicadores podem apresentar diferenças significativas entre si, levando, por vezes, a conclusões distintas — daí ser aconselhável que a análise de um saldo seja acompanhada de informação suplementar, nomeadamente o valor de saldos alternativos[73].

A necessidade de compulsar informação adicional para retirar conclusões definitivas de um saldo orçamental foi bem vincada nos seguintes termos: «a observação do défice e da dívida do sector público contém informação sobre o estado atual e a evolução futura da economia; são indícios dos quais o profissional aplicado pode extrair conhecimento. O problema prático é que os défices e a dívida (as suas variações) podem significar quase tudo, dependendo da natureza dos choques exógenos que perturbam o sistema e da estrutura do resto do mecanismo de transmissão»[74]. Afigura-se, pois, razoável concluir pela necessidade de usar uma prudente reserva na análise de um saldo orçamental, independentemente da maior ou menor sofisticação que o seu cálculo envolva.



[73] O FMI, por exemplo, aconselha que o saldo global seja acompanhado, consoante a situação: do saldo primário nos casos de uma dívida pública elevada ou inserida numa dinâmica de agravamento; do saldo operacional quando se verifique uma inflação elevada; e do saldo estrutural quando o objetivo for o de avaliar a orientação da política orçamental – cf. IMF (2007).

[74] Cf. BUITER, W. (1990). O Autor exemplifica, aliás, que, se é verdade que um défice elevado tende a significar um *alívio* da política orçamental, também o é que pode estar associado a um *aperto* dessa política em resposta a uma quebra da procura externa ou a um colapso da confiança dos agentes económicos nacionais (indicando, pois, que, sem esse aperto, o défice teria atingido valores ainda maiores).

Quadro 2 – Comparação dos diversos saldos das contas públicas

(Em percentagem do PIB)

ESPECIFICAÇÃO	ANO															
	2000	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Saldo Corrente	0,9	-0,2	0,0	-0,9	-1,9	-2,5	-1,2	-0,2	-0,7	-5,7	-5,2	-4,1	-4,2	-2,8	-2,0	-1,3
Saldo Global	-3,2	-4,8	-3,3	-4,4	-6,2	-6,2	-4,3	-3,0	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2	-4,2
Saldo Operacional	-1,5	-2,8	-1,0	-2,4	-4,7	-4,0	-2,1	-1,0	-2,5	-8,9	-10,6	-7,7	-6,2	-1,9	-5,9	-2,6
Saldo Primário	-0,2	-1,8	-0,5	-1,8	-3,6	-3,6	-1,6	-0,1	-0,7	-6,8	-8,2	-3,1	-0,8	0,0	-2,3	0,5
Saldo Estrutural	n.d.	n.d.	n.d.	-5.5	-5.7	-6.0	-4.4	-3.8	-4.5	-8.7	-8,0	-6,2	-3,0	-2,5	-1,4	-1,9

OBS.: Os valores do *Saldo Estrutural* têm uma quebra de série entre 2009 e 2010.

Fonte: AMECO (Exceto *Saldo Operacional*, obtido por cálculo do Autor).

BIBLIOGRAFIA

ALESINA, Alberto; PEROTTI, Roberto (1994), *The Political Economy of Budget Deficits*, Working Paper nº. 4637, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, EUA.

ARROW, Kenneth; BOSKIN, Michael – Eds. (1988), *The Economics of Public Debt*, St. Martin's Press, Nova Iorque.

AUERBACH, Alan; KOTLIKOFF, Laurence (1987), Dynamic Fiscal Policy, Cambridge University Press, Cambridge.

AUERBACH, Alan *et al*. (1999), *Generational Accounting Around the World*, University of Chicago Press, Chicago.

BALASSONE, Fabrizio; FRANCO, Daniele (2000), Public Investment, the Stability Pact and the "Golden Rule", Fiscal Studies, vol. 21, nº. 2.

BLANCHARD, Olivier; GIAVAZZI, Francesco (2004), *Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment*, CEPR Discussion Paper, n◦. 4220.

BLEJER, Mario; CHEASTY, Adrienne (1991), The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues, *Journal of Economic Literature*, vol. XXIX, nº. 4.

BLINDER, Alan et al. (1974), *The Economics of Public Finance*, The Brookings Institution, Washington, D.C.

BLEJER, Mario; CHEASTY, Adrienne – Eds. (1993), *How to Measure the Fiscal Deficit. Analytical and Methodological Issues*, International Monetary Fund, Washington, D.C.

BORNHORST, Fabian *et al*. (2011), *When and How to Adjust Beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances*, IMT Technical Notes and Manuals, 11/02.

BOSKIN, Michael (1987), *Concepts and Measures of Federal Deficits and Debt and Their Impact on Economic Activity*, NBER Working Paper nº. 2332. Reproduzido em ARROW, K.; BOSKIN, M. – Eds. (1988).

BROWN, E. Cary (1956), Fiscal Policy in the Thirties: A Reappraisal, *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 5.

BUITER, Willem (1990), *Principles of Budgetary and Financial Policy*, Harvester Wheatsheaf, Nova Iorque.

BURKHEAD, Jesse (1956), *Government Budgeting*, John Wiley & Sons, Inc., Nova Iorque.

CEBULA, Richard (1987), *Federal Budget Deficits. An Economic Analysis*, Lexington Books, Lanham MD, EUA.

CHELLIAH, Raja (1973), Significance of Alternative Concepts of Budget Deficit, IMF *Staff Papers*, vol. XX, nº. 3.

COBB, Charles; DOUGLAS, Paul (1928), A Theory of Production, *American Economic Review*, 18 (Suplemento).

D'AURIA, Francesca *et al*. (2010), *The Production Function Methodology For Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps*, European Commission, *European Economy*, Economic Papers, 420, julho.

EISNER, Robert (1986), *How Real Is the Federal Deficit?*, The Free Press, Nova Iorque.

EISNER, Robert (1994), National Saving and Budget Deficits, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 76, no. 1, fevereiro.

FELDSTEIN, Martin (1980), *Government Deficits and Aggregate Demand*, Working Paper No. 435, National Bureau of Economic Research.

FITOUSSI, Jean-Paul; CREEL, Jérôme (2002), How to Reform the European Central Bank, *CER Pamphlet*, Center for European Reform, Londres.

GIROUARD, Nathalie; ANDRÉ, Christophe (2005), Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries, OECD *Economics Department Working Papers*, No. 434, julho.

Goodhart, Charles, (1975), Monetary Relationships: A View from Threadneedle Street, *Papers in Monetary Economics*, vol. I (Reserve Bank of Australia). Reproduzido em Goodhart, Charles, (1984).

HAAVELMO, Trygve (1945), Multiplier Effects of a Balanced Budget, Econometrica, vol. XIII, outubro. Reproduzido em SMITHIES, A.; BUTTERS, J. (1955).

HANSEN, Bent (1955), *Finanspolitikens Ekonomiska Teori*, Statens Offentliga Utredningar, Almquist & Wiksell, Uppsala, Suécia. Tradução inglesa, sob o título *The Economic Theory of Fiscal Policy*, Routledge, Londres, 1958. Re-impressão, 2003.

HART, Marjolein't *et al*. (1997), *A Financial History of the Netherlands*, Cambridge University Press, Cambridge, RU.

HEILBRONER, Robert; BERNSTEIN, Peter (1989), *The Debt and the Deficit*, W. W. Norton & Company, Nova Iorque.

HODRICK, Robert; PRESCOTT, Edward (1997), *Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation,* Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 29, nº. 1.

HUART, Florence (2012), *Économie des Finances Publiques*, Dunod, Paris.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2007), *Manual on Fiscal Transparency,* Fiscal Affairs Department, Washington, D.C.

JÈZE, Gaston (1912), Cours Élémentaire de Science des Finances et de Législation Financière Française, M. Giard & E. Brière, Paris.

KOEN, Vincent; van den NOORD, Paul (2005), Fiscal Gimmickry in Europe: One-off Measures and Creative Accounting, *OECD Economics Department Working Papers*, nº. 417

KOTLIKOFF, Laurence (1989), *From Deficit Delusion to the Fiscal Balance Rule: Looking For an Economically Meaningful Way to Assess Fiscal Policy*, NBER Working Paper No. 2841. Reproduzido em AUERBACH, A. *et al*. (1999).

KOTLIKOFF, Laurence (1992), *Generational Accounting: knowing Who Pays, and When, for What We Spend*, The Free Press, Nova Iorque.

LEROY-BEAULIEU, Paul (1877), *Traité de la Science des Finances*, 2 volumes, Guillaumin et Cie., Librairies, Paris, 4ª. Edição, 1888.

LINDAHL, Erik (1939), *Studies in the Theory of Money and Capital*, George Allen & Unwin, Ltd., Londres. Reimpressão pela editora Augustus M. Kelley, Publishers, Nova Iorque, 1970.

MAKIN, John et al. – Eds. (1990), *Balancing Act – Debt, Deficits and Taxes*, The AEI Press, Washington, D.C.

MODIGLIANI, Franco *et al*. (1998), Manifesto Contro la Disoccupazione nell'Unione Europea, *Moneta e Credito*, vol. 51, nº. 203, Setembro.

MOURRE, Gilles *et al*. (2013), *The Cyclically-adjusted Budget Balance used in the EU fiscal framework: an Update*, European Commission, *European Economy*, Economic Papers, 478, março.

MUSGRAVE, Richard (1939), The Nature of Budgetary Balance and the Case for a Capital Budget, *The American Economic Review*, vol. 29, nº. 2, junho.

MUSGRAVE, Richard; PEACOCK, Alan (1958), *Classics in the Theory of Public Finance*, Macmillan & Co. Ltd., Londres.

OTT, Attiat (1993), *Public Sector Budgets. A comparative Study*, Edward Elgar Publishing, Ltd., Aldershot.

PENNER, Rudolph – Ed. (1991), *The Great Fiscal Experiment*, The Urban Institute Press, Washington, D.C.

POTERBA, James (1995), Capital budgets, borrowing rules and state capital spending, *Journal of Public Economics*, vol. 56, nº. 2, fevereiro.

PREMCHAND, A. (1983), *Government Budgeting and Expenditure Controls: Theory and Practice*, International Monetary Fund, Washington, DC.

RIBEIRO, J. Teixeira (1995), *Lições de Finanças Públicas*, 5ª. edição, Coimbra Editora, Limitada, Coimbra.

RIVOLI, Jean (1975), *Le Budget de l'État*, Éditions du Seuil, Paris.

ROBINSON, Marc (1998), Measuring compliance with the golden rule, *Fiscal Studies*, vol. 19, nº. 4.
SHAW, G. (1972), Fiscal policy, Macmillan Studies in Economics, The Macmillan Press, Ltd., Londres.

SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992), *Finanças Públicas e Política Macroeconómica*, Universidade Nova de Lisboa, Lisboa.

SMITHIES, Arthur; BUTTERS, J. – Eds. (1955), *Readings in Fiscal Policy*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL, EUA.

SNOWDON, Brian; VANE, Howard (2002), *An Encyclopedia of Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, Inc., Northampton, MA, EUA.

STEIN, Lorenz von (1885), *Lehrbuch der Finanzwissenschaft*, Leipzig. Tradução de um excerto em língua inglesa, sob o título *On Taxation*, em MUSGRAVE, R.; PEACOCK, A. (1958).

TEIGEN, Ronald – Ed. (1978), *Readings in Money, National Income and Stabilization Policy*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL, EUA.

WOOLDRIDGE, Jeffrey (2013), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 5ª. edição, South-Western, Mason, OH, EUA.

Allocation of Resources between the Tradable and Non-Tradable Sectors: Developing a new Identification Strategy for the Tradable Sector[1]

Filipa Canas [2]
Ana Fontoura Gouveia [3]

Abstract

Portugal implemented a large number of structural reforms in the recent years, which are expected to enhance the allocation of resources in the economy, namely from the non-tradable to the tradable sector. We argue that the methodology to identify the tradable sector used by some international institutions is outdated and may hamper an accurate assessment of the structural progress achieved so far. Based on an enhanced methodology to identify the tradable sector of the economy, we provide more solid ground for future assessments of structural economic developments. By looking at some standard economic indicators, we show that our new criterion provides a different picture of the resource allocation in the Portuguese economy and of the adjustment of the recent years as compared to the one provided by commonly used criteria.

Introduction

The inefficient allocation of resources between tradable and non-tradable sectors was identified as one of the root causes for the macroeconomic imbalances experienced in Portugal over the last decades, and therefore one of the central targets of the comprehensive and broad-based structural reforms package implemented within the 2011-2014 Adjustment Program. Rebalancing the Portuguese economy towards the tradable sector is expected to increase the economy's flexibility and competitiveness, enhancing potential growth. By tackling a fundamental underlying assumption of structural transformation measurement – the tradable/non-tradable division criterion applied – we provide a more solid ground upon which structural transformation can be accurately measured and, accordingly, better inform future policy actions targeted at an efficient allocation of resources between the tradable (TRD) and non-tradable (NTRD) sectors.

To date, economic assessment reports produced by international institutions usually use one of two criteria: the static rule-of-thumb of considering the manufacturing sector as the only tradable sector – a criterion that is becoming more obsolete as technological progress decisively unleashes the tradable potential of service sectors; or a dynamic (yet partial) evidence-based criterion that uses export data (namely, the export-to-output ratio) to determine a sector's tradability – defining tradable sectors as (solely) exporting ones.

We build on this second approach and classify a sector as tradable if part of its final output is either exported or imported. Indeed, one looks at tradability with the goal of identifying sectors that are exposed to international competition – this may be the case for an exporting company when competing in external markets but also for a company operating in the domestic market but facing the competition of external firms. Therefore, this extension, which entails significant computational challenges, allows fora given sector that is not an exporter to be classified as tradable as long as other countries are exporting the same kind of products to the country. By numerically capturing the tradability of each sector, our criterion closes a gap in the methodology that has been repeatedly identified by both previous authors and international institutions, while guaranteeing the criterion's parsimony in application and hence its policy suitability.

In this article, we compare the results obtained with our dynamic criterion (henceforth, the FiPEI – Final Product Exports and Imports – criterion) to the ones obtained by employing two other widely used criteria:

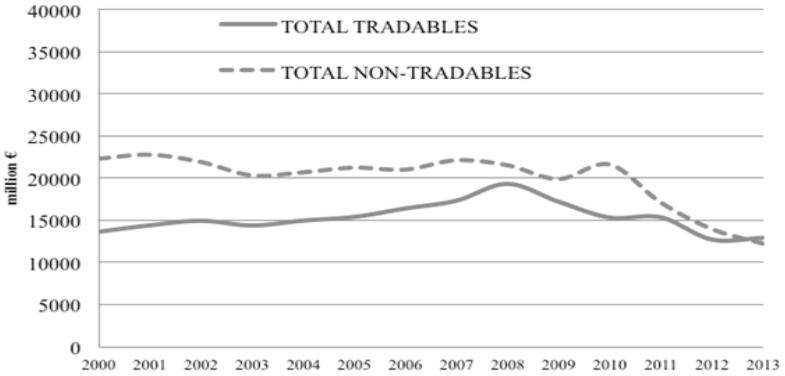
[1] The views expressed are those of the authors and not necessarily the ones of the Ministry for the Economy, the Finance Ministry or Nova SBE. The authors would like to thank Susana Peralta for the useful discussions and the comprehensive comments to an earlier draft and to Ana Martins, João Amador, José Carlos Pereira, Guida Nogueira, Ricardo Pinheiro Alves, Samuel Sanches, Sílvia Santos e Vanda Dores for comments and suggestions.
[2] GEE – Portuguese Ministry for the Economy and Nova SBE.
[3] GPEARI – Portuguese Finance Ministry and Nova SBE.

the static IMF criterion; and the dynamic4, yet only based on exported content, criterion of Amador and Soares (2012)[5]. The results show the relevance of considering the FiPEI criteria as a more accurate measure of tradability.

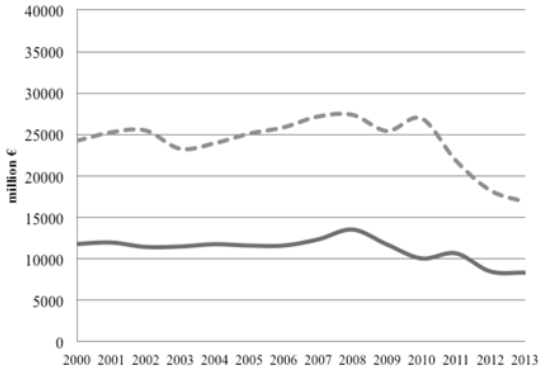
The use of the FiPEI criterion in elementary measurements of the distribution of resources between tradable and non-tradable sector indicates that a misspecification of the tradable sector compromises the accurate assessment of resource allocation and flow patterns, which could ultimately hinder structural change measurements. The FiPEI criterion identifies a larger tradable sector, thus portraying a more efficient resource allocation than international institutions' country-monitoring reports. Figure 1 offers an initial depiction of the differences in allocation of resources across TRD and NTRD sectors for the case of investment using different tradable/non-tradable criteria.

Figure 1 – Investment (Gross Fixed Capital Formation) in the TRD and non-TRD sectors (2000-2013),INE

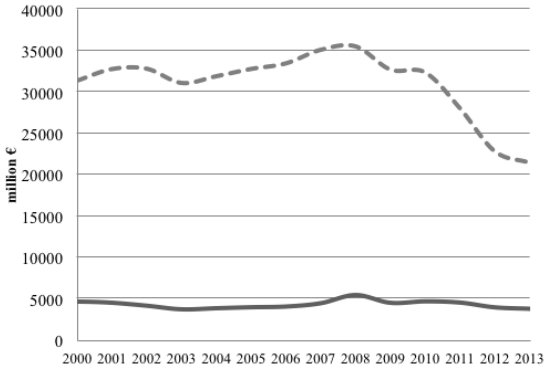
Panel (a) – FiPEI criterion



Panel (b) – IMF criterion



Panel (a) – Amador & Soares* (2012)



2 - Background – the need to measure structural adjustment

In the last two decades, the Portuguese economy averaged an annual economic growth of 1.1%: an average of 4.1% between 1996 and 2000 and zero growth for the remainder period. This sluggish economic behavior is largely due to structural problems that potentiated an array of macroeconomic imbalances:[6]

- The existence of traditionally sheltered sectors, in particular in a context of low credit restrictions, offering excessive rents and therefore distorting the allocation of resources in the economy, away from the TRD sector. Important improvements were achieved in the recent years: the Portuguese economy climbed 14 positions in the OECD's Product Market Regulation Index[7] between 2008

[4] We classify both the Amador and Soares (2012) and the FiPEI criteria as dynamic given their ability to classify a sector as tradable according to their *current* exported, or exported and imported, respectively, content.
[5] For comparison purposes, we use a less conservative threshold of 10%, instead of the 15% originally proposed by the authors. The change in the threshold allows a direct comparison between the newly developed and the Amador and Soares criterion.
[6] Unless otherwise stated, all the features of the Portuguese economy presented below are extensively discussed in the periodic reports about the Portuguese economy issued by the IMF and the EC (See, for e.g., European Commission, Alert Mechanism Report (2016).
[7] PMR (index scale 0 to 6 from least to most restrictive) is a comprehensive and internationally comparable set of indicators that measure the degree to which policies promote or inhibit competition in areas of the product market where competition is viable. They measure the economy-wide regulatory and market environments as proxied by state control

and 2013, having become less strict in almost all barriers to trade, investment and entrepreneurship indicators in 2013.[8]

- The Chronic current account deficits that fed large negative net international investment positions and high private indebtedness. Again, recent performance showed marked improvements, with positive current account surplus of 1.4% and 0.6% in 2013 and 2014, respectively. The increase of almost 13 percentage points was one of the largest in the EU, only surpassed by four other EU countries. However, the cumulated high external indebtedness still weighs on growth.
- An accumulation of public deficits since the 1970s, often aggravated by substantial off-budget spending and large tax evasion.[9] Simultaneously, the private sector – both households and non-financial corporations – has remained over indebted, as illustrated in Figure 2, reflecting the extent of over-borrowing due to easy and at low cost credit prior to the crisis. Deleveraging is proceeding but, again, the legacy effects hinder a full recovery.
- Also, Portugal had the strictest labour market legislation in 2008 in Southern Europe, as measured by the OECD's Employment Protection Legislation (EPL) indicators. As a result of the comprehensive set of labour market reforms pursued, it now exhibits the largest loosening of labour market legislation.[10,11]

The unfolding of the 2007-08 financial crisis, which culminated in a sudden stop of credit inflows to Europe's highest indebted countries, led the Portuguese government to negotiate a three-year Adjustment Program with the ECB, the EC and the IMF which aimed, inter alia, at solving structural problems of the Portuguese economy.

International institutions, albeit recognizing the progress achieved in the recent years, continue to perceive the need to maintain reform momentum beyond the horizon of the program and towards the export sector. However, implementation of further effective reforms requires taking stock of the impact yielded by the ones undertaken so far. Having in mind that the utmost goal of the reform agenda is to ensure a more efficient allocation of resources, this paper aims at providing an accurate measure of the tradable sector, thereby allowing policy makers to assess the degree of structural transformation of the Portuguese economy in the recent years via the reallocation of resources from the NTRD to the TRD sector and to identify possible priority areas.

3 – Literature Review

As discussed before, an assessment of the re-allocation of resources towards the TRD sector hinges on an accurate criterion to distinguish between TRD and NTRD. However, and despite its relevance for policy design, a consensual criterion remains to be worked out in the academic literature. The most commonly used criteria, the exports-to-output ratio, provides only a partial picture as it fails to incorporate those products that, while not (yet) exported, are already being imported and are thus tradable. The criteria used by international institutions are usually static and have become outdated.12 In this section we review both strands of literature.

variables, barriers to entrepreneurship and barriers to trade and investment (OECD (2013), Product Market Regulation Database).

[8] Latest available year.

[9] Despite the relatively high general government sector debt, the country's fiscal adjustment is set to slow down in the coming years, according to EC's projections. Macro Imbalances Procedure (MIP) Scoreboard, European Commission, Alert Mechanism Report (2016).

[10] We compare Portugal with other Southern European countries undergoing similar economic adjustment processes at the time, and with Germany, as one of Europe's example of a stable labour market environment (as documented by its EPL legislation, in Figure 3, that has remained unchanged between 2008 and 2013.

[11] Reforms targeted not only a decline in unit labour costs, but also the recoupment of competitiveness through enhanced training and employment policies, as well as educational reforms.

[12] Spence and Hlatshwayo (2011) note that internet connectivity, innovative software and cross-border specialization allows services which were not traded internationally some decades ago, to now be performed remotely at lower cost, often in another country.

a. Academic Literature

The TRD/NTRD dichotomy is modeled[13] as having special relevance for, inter alia, the effects of devaluation, the purchasing power parity theory of exchange rates, the determination of inflation in open economies and the specification and estimation of international trade flows (Goldstein and Officer, 1979). Empirical work has always lagged behind theoretical developments, due in large part to data limitations.

Goldstein and Officer (1979) developed one of first comprehensive TRD/NTRD criterion. The authors use both trade flows and market behavior when identifying TRD and NTRD commodities or industries, defining as TRD, not only commodities that are actually traded, but also those which *could* be internationally traded at some plausible range of variation in relative prices. The authors find that the degree of internationally commodity arbitrage, as measured by cross-country price correlation, is higher for TRD than for NTRD; and that TRD are closer substitutes for imports than NTRD.

Dwyer (1992) also strands away from the standard practice of subjectively assigning broad industry categories to the TRD and NTRD sectors, and rather classifying the sectors based on disaggregated input-output table data. Each industry's output is classified to a sector according to the export or import substituting propensity of its output. The decision rule for the sectoral allocation is based upon the orientation of production, as measured by import penetration and export orientation ratios. This method was later applied to Australia by Knight and Johnson (1997).

Jensen and Kletzer (2005) developed an approach to identify activities that were potentially exposed to international trade at a more detailed level (2-digit industry codes). with particular focus on service sectors. The geographic concentration of service activities within the United States, as measured by the locational Gini, is used as a proxy for the domestic tradability of service activities.[14]

The US Treasury was one of the first institutions to add the volume of service exports to value-added production GDP of industries most likely to produce tradable output, namely, the primary sector and manufacturing. Authors such as Amador (2012) and Dixon et al (2004) identify as TRD sectors all manufacturing markets plus those exhibiting an export-to-sales ratio above 15 percent, upon recognition that “several non-manufacturing sectors exhibited relatively high export-to-sales ratios”. These methodologies, however, still fail at fully capturing the tradability of each sector, as they fail to incorporate imports, quite often on the grounds of computational difficulties (as discussed in section V).

b. International Institutions’ Methodology

International institutions such as the IMF or the ECB have traditionally proxied the TRD sector with the manufacturing one, for parsimony. [15] Such classification is still adopted nowadays in country-assessment reports. Some institutional bodies nuance this ad-hoc classification. The macro-economic database of the European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs (AMECO) includes in the TRD sector manufacturing and mining, agriculture and fisheries, but also trade, hotels, transports and utilities; the most recent classification of the TRD sector by the European Commission encompasses agriculture, forestry and fishing, industry, wholesale and retail trade, transportation and storage, accommodation and food service activities, and, in some cases, also the energy, water supply and sewerage sectors.[16] The ECB (2012) added to the traditional manufacturing and primary sector accommodation and food service activities, information and communication activities and financial services.[17]

The methodologies of international institutions –the focus of comparison for this study’s results –, have important limitations: crude proxies are static; the manufacturing sector represented only around 14% of total gross value added by the economy between 2009 and 2013, and around 25% of the TRD output

[13] Relevant literature includes the work of Salter (1959), Swan (1963), Mundell (1971), Dornbusch (1973) and Kravis and Lipsey (1978) on the effects on exchange rate changes; of Balassa (1964), McKinnon (1971), and Officer (1976) on productivity bias in the purchasing power parity theory of exchange rates; of Aukrust (1970), Edgren and others (1969), and Cross and Laidler (1976) on the determination of inflation in open economies; and of Murray and Ginman (1976), Clements (1977), and Goldstein and others (1980) on the estimation of trade flows.

[14] This methodology should be applied cautiously as e.g. legal services, although highly tradable at a national level, are not so internationally.

[15] See, for example, Tressel and Wang (IMF, 2014); *Portugal – Selected Issues* (IMF, 2015); Occasional Paper Series No. 139 (ECB, 2012).

[16] See, for example, EC’s Quarterly Report on the Euro Area, Volume 12 No 4,

[17] ECB (2012), *Occasional Paper Series No. 139*

produced in that period. Basing structural assessments on proxies, as the TRD/manufacturing one, which disregard roughly three quarters of TRD output, has substantial impact on subsequent policy assessments.

4 – Methodology

We aim at bringing the most recent advances in the TRD/NTRD classification provided by the academic literature to the policy debate, which has so far mostly relied on ad-hoc static distinctions. The tradable/non-tradable classification criterion developed in this article captures the effects of technological progress on a sector's tradability over time[18]: by adding imports to exports, we are able to compute a trade-to-output ratio that captures the tradable nature of each sector. The goal is to capture sectors that are subject to international competition, either because they export or because they operate in the internal market but face competition from foreign companies. We use imports and exports by type of final product in the computation of a trade-to-output ratio (TOR)[19]. An industry shall be classified as tradable if its trade-to-output ratio exceeds 10%. Our novelty lies in measurement of international transactions (the numerator in our modified TOR): imports and exports of a given sector are measured as all final goods and services, exported or imported, as classified in the second revision of the industry classification Numenclature Générale des Activités Economiques [NACE] codes. A list of the detailed steps taken in construction of this methodology can be found on the complete version of this article.

Since, for most sectors, data relative to the exports/imports of goods by type of good are compiled by the National Statistics Institute (INE), while international transactions of services are accounted for in the Balance of Payments compiled by the Bank of Portugal (BdP), an allocation key had to be developed and applied so as to reconcile the classification of services as presented in the Balance of Payments (following Balance of Payments Methodology 6) with the classification of goods as presented by INE (CAE Rev. 3). This process is decribed in detail in the complete version of this article.

5 – Tradable/Non-Tradable Sector Classification yielded by the FiPEI criterion

The classification results yielded by our TRD/NTRD methodology (the FiPEI criterion) are presented and discussed in section V of the full article. In Table 1, the composition of the TRD and NTRD sectors, from 2010 to 2013, is shown, with the majority of sectors exhibiting an enhancement in their tradable character (i.e., relative amounts of final goods and services exported and imported) in the period during analysis.

Table 1 – TORs for all business sectors (as coded in CAE Rev.3 and NACE Rev. 2, 1-digit industry classification) in the Portuguese Economy, between 2010-2013, following the GVA criterion, TRD sectors are green; NTRD ones red.

The decision rule is that if the degree of potential import substitution or export orientation (when rounded) for an industry is greater than or equal to the threshold value of 10% then the relevant industry is eligible for inclusion in the tradable sector. When an industry is eligible for inclusion in both the importable and the exportable sectors, it is highlighted in green in the table. No data on imports/exports by goods is compiled either by the BdP or INE for the following sectors: L, O, P and Q. Although data for the S sector was available, the TORs equaled zero in every single yearly period of the analysis. For that reason, the sector is thenceforth left aside.

[18] Spence and Hit (2011) state that both the decrease in transport costs and the reduction in the degree of international trade protectionism over the last decades have eroded the two most imposing barriers to tradability for business sectors.

[19] We account for *final* products because data on the imports of each sector does not yield any information about the tradable potential of that sector's final products (for e.g., a service sector may import machinery, but that does not qualify as imports of that sector's *kind* of final product, and we would not therefore know whether that sector's final produce can be traded internationally).

Industry (as classified in CAE Rev. 3)		2010	2011	2012	2013
A	Agriculture, Forestry and Fishing	110,8%	132,6%	132,0%	124,8%
B	Mining and quarrying	980,5%	1294,8%	1557,1%	1678,5%
C	Manufacturing	401,0%	441,4%	448,3%	452,2%
D	Electricity, gas, steam and air conditioning supply	7,3%	9,7%	12,3%	11,3%
E	Water supply; Sewerage; Waste management	9,0%	9,7%	8,4%	7,4%
F	Construction	6,6%	8,3%	9,2%	11,4%
G	Wholesale and retail trade	4,6%	4,6%	3,6%	3,4%
H	Transportation and Storage	97,6%	114,1%	118,1%	120,3%
I	Accommodation and food service activities	137,3%	146,3%	153,3%	163,6%
J	Information and Communication activities	28,3%	31,5%	33,3%	37,2%
K	Financial services	13,8%	12,6%	15,4%	13,4%
M	Professional, scientific and technical activities	88,4%	112,4%	110,3%	130,4%
N	Administrative and Support Services	18,6%	27,4%	26,3%	32,2%
R	Arts, Entertainment & Recreation	1,2%	1,3%	1,9%	1,7%
S	Other service activities	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

6 – A comparison of the three criteria

In this final chapter, we compare the results obtained with the dynamic FiPEI criterion to the ones obtained by employing two other widely used criteria: the static IMF criterion and the dynamic, yet solely export-based, criterion of Amador and Soares (2012) – showing that a misspecification of the tradable sector may compromise an accurate assessment of the economic developments in a country. We illustrate the value added of our criterion by assessing three main economic indicators: investment; employment; and unit labor costs.

The IMF criterion stands as paradigm for the crudest TRD/NTRD classification. Other international institutions such as the EC and the ECB tend to follow a similar approach, either proxying the TRD sector using only the mining and quarrying and the manufacturing, or applying modest nuance to this ad-hoc method. Even in the latter case, institutions tend to apply different extensions upon the simpler manufacturing proxy, giving rise to little consensus and often yielding the same conclusions on assessment of countries' structural results.

Amador e Soares (2012) criterion, which we modify for the purposes of this analysis[20], constitutes somewhat of a middle ground between the IMF criterion and our own. It uses the export-to-sales ratio, which captures the tradability of any sector exporting at that point in time (therefore classifying as TRD sectors other than the mining and quarrying and the manufacturing industries, as detailed in the previous chapter), but not that of other sectors which, albeit not exporting, face external competition in the domestic markets.

Finally, the FiPEI criterion improves on the previous two, by capturing the effects of technological evolution on tradability over time and by encompassing exported and imported goods, thus providing a complete picture of tradability. Table 2 presents the TRD/NTRD sectoral classification yielded by these three criteria.

[20] Under the original identification in Amador and Soares (2012), which places the indicative threshold for tradability above 15%, rather than 10%, the construction sector is classified as non-tradable. We use a modified, less conservative threshold of 10%.

Table 2 – TRD/NTRD sector classification results yielded by FiPEI, Amador e Soares* (2012) and the IMF criteria

	Sector designation in NACE Rev. 2/CAE Rev. 3	FiPEI	Amador & Soares* (2012)	IMF
A	Agriculture, forestry and fishing	X	X	
B	Mining and quarrying	X	X	X
C	Manufacturing	X	X	X
D	Electricity, gas, steam and air conditioning supply	X		
E	Water supply; sewerage; waste management and remediation activities			
F	Construction		X*	
G	Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles			
H	Transporting and storage	X	X	
I	Accommodation and food service activities	X		
J	Information and communication	X		
K	Financial and insurance activities	X		
L	Real estate activities			
M	Professional, scientific and technical activities	X	X	
N	Administrative and Support Service activities	X	X	
O-S	Public Administration; Education; Health activities; Arts	***	***	***
	No. of *TRD* sectors	10	7	2

X*: Under the original identification in Amador and Soares (2012), which places the indicative threshold for tradability above 15%, rather than 10%, the construction sector is classified as non-tradable. We use a modified, less conservative threshold of 10%.

***: INE does not publish disaggregated unit labour costs or imports/exports [by type of final product] data for sectors S to O (Public Administration; Education; Health activities; and the Arts), often aggregating them as presented here.

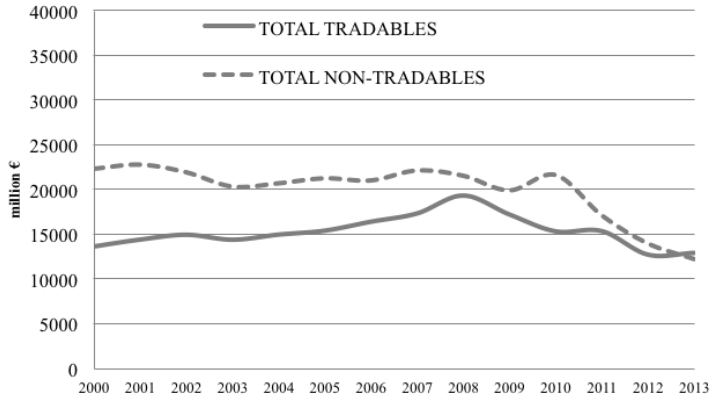
a. Investment

All three of the considered TRD/NTRD criteria seem to attest that i) investment was mostly directed towards non-tradable sectors between 2000 and 2008; and ii) investment towards non-tradable sectors registered the largest contraction in the same period, relative to tradable ones. Figure 5 further suggests that in 2013 TRD sectors investment was at roughly the same level as 2000, having fallen rather sharply following the 2008 crisis.

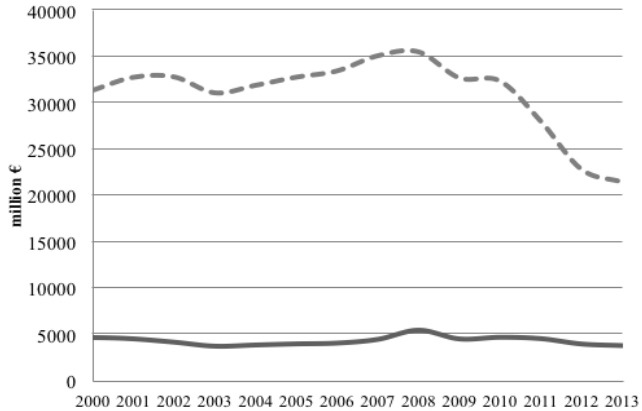
In comparison with the FiPEI criterion, both the IMF and the Amador & Soares criteria point to a much larger gap between the TRD and NTRD sectors and the persistence of the gap in 2013. Indeed, while the European Commission (2014) states that "there were no signs, as of 2013, of an improvement in investment activity in tradable industries", the opposite becomes true using the FiPEI criterion: there has been a positive change in the TRD/NTRD ratio, and albeit a seeming stabilization of tradable-directed investment in 2013, 2014 investment data show an overall increase in the investment level of the economy, which, if accompanied by the persistence of the observed tendencies in Panel (a) of Figure 5, could hint at a definite turning point in the tradable/non-tradable investment profile of the economy. The IMF criterion yields a negative average annual growth rate for both the TRD and the NTRD sectors (-1.7% and -2.9%, respectively), whereas the FiPEI criterion points to a much less pronounced contraction in investment directed at TRD sectors (-0.4%, comparing to a decrease of -2.7% in the investment directed towards NTRD sectors).

Figure 5 – Investment (Gross fixed capital formation) in the TRD and NTRD sectors (2000-2013), INE

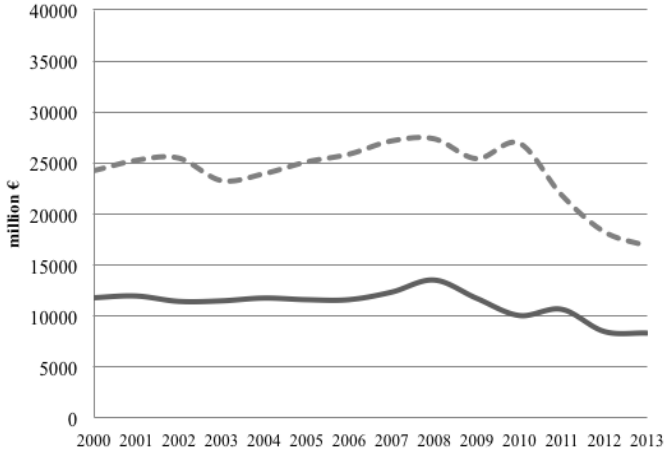
Panel (a): FiPEI criterion (exports + imports by type of final product/gross value added>10%)



Panel (b): IMF criterion (TRD sector = mining & quarrying; manufacturing)



Panel (c): Amador & Soares* (2012) (X-to-Sales >10%)



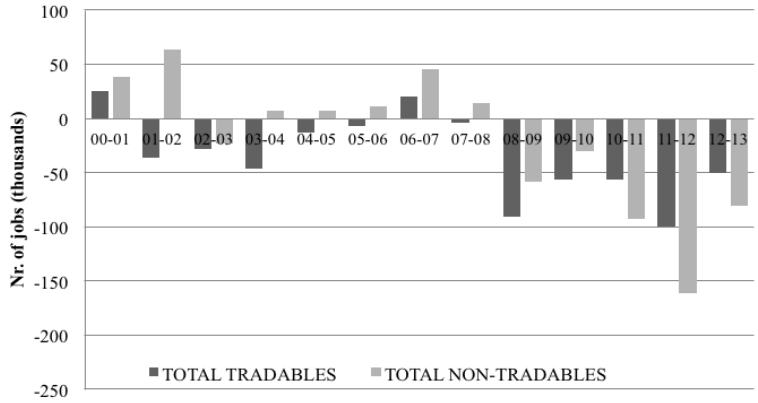
b. Employment

The use of the FiPEI criterion points to a convergence, in the last years, of the number of jobs in the TRD and NTRD sectors. Since 2011, we observe a larger contraction of employment in NTRD sectors – a tendency that remains in 2012 and 2013. Panel (a.1) of Figure 6 also evidences the significant labour shredding that occurred since 2009, particularly between 2009 and 2011 in the tradable sectors – a reflection of the severeness of the shock hitting world trade following the 2008 financial crisis. While this picture is also supported by Amador and Soares* (2012), the IMF criterion contradicts these findings. Since 2011, when international trade activity picked up again to levels above those in the pre-crisis period, we observe a relatively larger destruction of jobs in *non-tradable* sectors, reflecting both the onset Portuguese internal economic recession stemming from the decline in domestic demand and the fact that the adjustment in tradable sectors was almost completed from the 2000s.

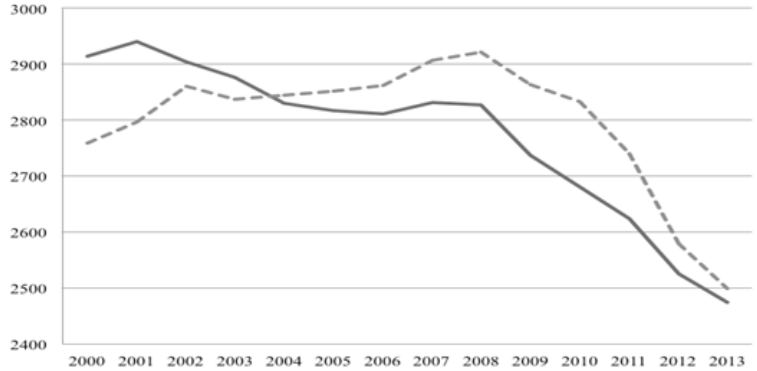
When analyzing the creation of jobs between 2000 and 2008, the differences yielded by the use of alternative TRD/NTRD criteria are, once again, substantial. Contrastingly to the convergence picture yielded by the FiPEI criterion, the IMF criterion suggests a persistently larger creation of jobs in NTRD sectors. Relative to the FiPEI criterion, the Amador & Soares criterion suggests a more pronounced destruction of jobs in the TRD sector on a yearly basis, since 2009 (-3.24% vs. -2.00%). Additionally, the Amador and Soares* (2012) criterion points to a relatively larger annual destruction of jobs in the *tradable* sector (-1.53%), a result that is contradicted by both the FiPEI and the IMF criteria, and one that fails to depict the relatively larger shock that hit employment in non-tradable sectors since 2011. Thus, the results yielded by the FiPEI criterion signal a potentially stronger reallocation of labour from the NTRD towards the TRD sectors between 2000 and 2013 than the presented alternative criteria.

Figure 6 – Employment (year-on-year absolute change in the number of jobs, 2000-2013), INE

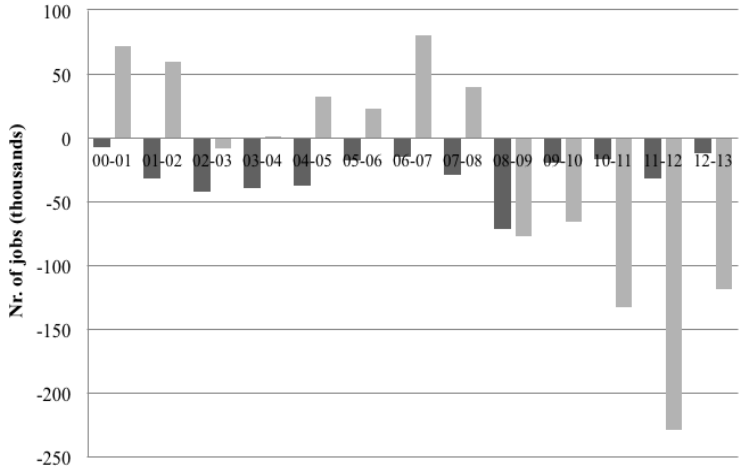
Panel (a.1): FiPEI criterion (exports + imports by type of final product/gross value added>10%)



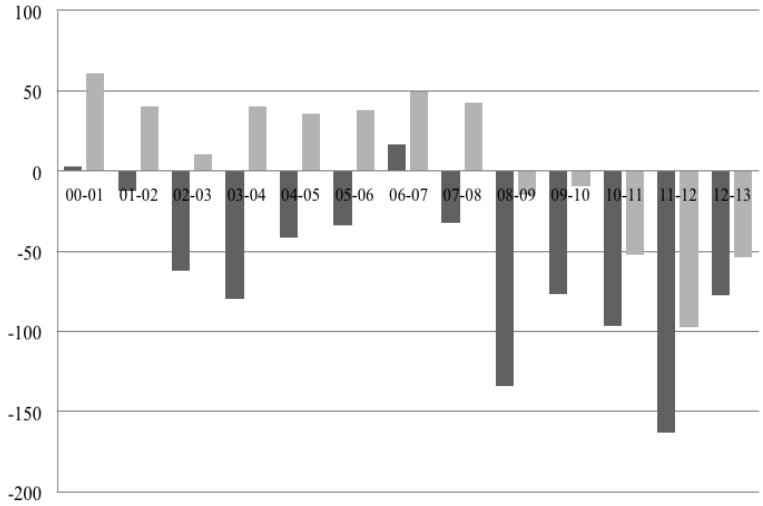
Panel (a.2): Number of jobs in the TRD and NTRD following the FiPEI criterion (2000-2013), INE



Panel (b,1): IMF criterion (TRD sector = mining & quarrying; manufacturing)



Panel (c,1): Amador & Soares* (2012) (X-to-Sales > 10%)

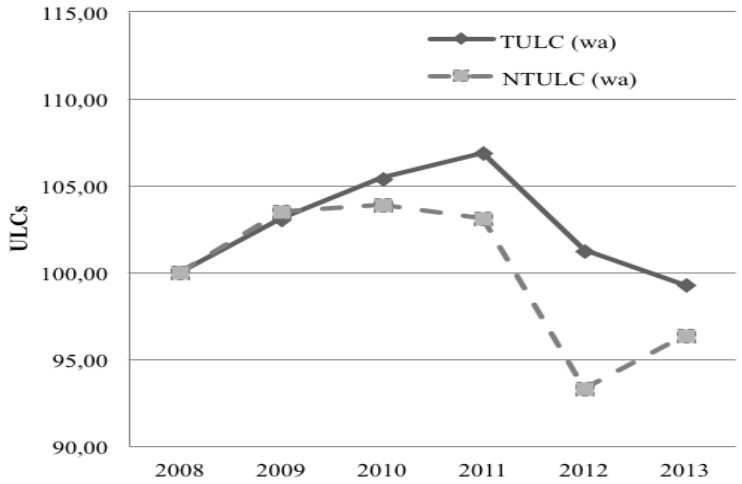


c. Unit Labour Costs

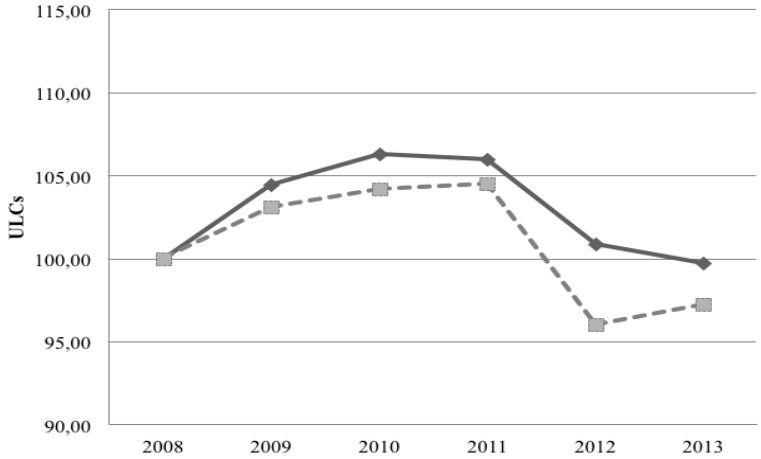
The FiPEI criterion points to a sharper adjustment (driven by cuts in employment and wage restraint) in NTRD sectors after 2009, although a marked decrease in unit labour costs in TRD sectors was also observed. Notwithstanding these developments, international institutions continue to emphasize that the reallocation of the labour force toward the traded sector remains limited[21], mainly hindered by the significant segmentation in the labour force. All three criteria confirm the existence of higher unit labour costs in NTRD sectors, possibly reflecting the absence of exposure to international competition and/or the excessive rents in some NTRD markets, part of which are passed on to employees[22].

Figure 7 –Unit Labour Costs (annual average) for the TRD [TULC] and NTRD [NTULC] sectors, INE.

Panel (a): FiPEI criterion (exports + imports by type of final product/gross value added> 10%)

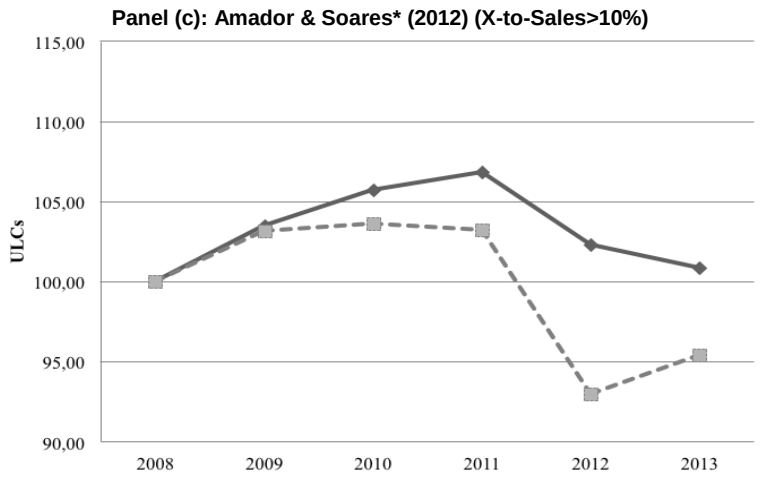


Panel (b): IMF criterion (TRD sector = mining & quarrying; manufacturing)



[21] Portugal – Selected Issues (IMF, 2015)

[22] In 2012, the human health and social activities sector remained as the most unionized of the non-tradable sectors. The administrative and support services sector was in 2012 the second most unionized. However, the transportation and storage sector (classified as tradable under the FiPEI criterion), is by far the most heavily unionized (Costa, Dias e Soeiro, 2012).



7 – Conclusions

The allocation of resources in an economy is usually assessed by comparing the tradable and non-tradable sectors. The criteria commonly used to make such a distinction among sectors are outdated or incomplete, hampering an accurate characterization of the structure of the economy and its adjustment process.

This article provides a more encompassing criterion to define the tradable sector – the FiPEI criterion. The results yielded by taking the step forward to incorporate imports into the determination of sectors' tradability – which is theoretically desirable but computationally challenging – allows for a better depiction of economic reality and is thus a step forward at providing a more solid ground upon which to assess the allocation of resources in the Portuguese economy and the structural impact yielded by the recently undertaken reforms. The sector-by-sector analysis of trade-to-output ratios offers numerical backbone to reasonable definitions of tradability, and has the advantage of accounting for international transactions of both goods and services. The challenge is the process of matching international transactions of services and goods, as final services are classified under a different system (Balance of Payments methodology) than that of goods (Industry codes).

The FiPEI criterion points to the existence of significant gains to be collected from applying enhanced TRD/NTRD classification system, as the results yielded by applying it to a set of economic indicators are significantly different from the ones that are obtained from the application of the commonly used criteria. The application of FiPEI suggests a more efficient resource allocation and a stronger adjustment of the economy than that portrayed by international institutions. These findings shall, notwithstanding, be interpreted only as a first step in a more thorough analysis of structural developments in the Portuguese economy over recent years.

8 – Bibliography

Amador, João, and Ana Cristina Soares (2012). *Competition in the Portuguese Economy: a view on tradables and non-tradables*, Economic Bulletin and Financial Stability Report Articles

Attewell, J., and S. Crossan (2013). *The tradable sector and its relevance to New Zealand's GDP*. New Zealand Association of Economists Conference, Wellington, New Zealand.

Bems, Rudolfs (2008). *Aggregate investment expenditures on tradable and nontradable goods*. Review of Economic Dynamics 11.4 (2008): 852-883.

Bergthaler, W., Kang, K., Monaghan, D., Liu, Y. (2015). *Tackling Small and Medium Sized Problem Loans in Europe.* IMF Staff Discussion Note, Washington DC. International Monetary Fund.

Cecchetti, Stephen, M.S. Mohanty, and Fabrizio Zampolli (2011). *The Real Effects of Debt*. BIS Working Papers No. 352. Basel: Bank for International Settlements.

Costa, Dias e Soeiro (2014). *As greves e a austeridade em Portugal: Olhares, expressões e recomposições*, Revista Crítica de Ciências Sociais.

Dixon, H., Griffiths, D. and Lawson, L. (2004). *Exploring tradable and non-tradable inflation in consumer prices*. Working Paper, Statistics New Zealand.

Dwyer, Jacqueline (1992). *The Tradeable NonTradeable Dichotomy: A Practical Approach*. Australian Economic Papers 31.59 (1992): 443-459.

European Central Bank (2012). *Competitiveness and external imbalances within the euro area*, Working Group on Economic Modelling of the European System of Central Banks, Occasional Paper Series, No 139, December.

European Commission (2014): *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 12.

European Commission (2014). *The Economic Adjustment Programme for Portugal*, Occasional Paper Series No. 2012, Directorate-General for Economic and Financial Affairs Unit Communication and Inter-institutional Relations.

European Commission, *Alert Mechanism Report* (2016).

Eurostat (2008). *NACE Rev. 2. Statistical Classification of economic activities in the European Community*

Goldstein, Morris, and Lawrence H. Officer (1979). *New Measures Of Prices And Productivity For Tradable And Nontradable Goods*. Review of Income and Wealth 25.4 (1979): 413-427.

International Monetary Fund (2009). *Balance of Payments Manual, Sixth Edition*. Washington, D.C.

International Monetary Fund (2015). *Portugal – Selected Issues*, IMF Country Report No. 15/127, Washington DC, May.

Instituto Nacional de Estatística (2007). *Classificação Portuguesa das Actividades Económicas Rev.3*, Lisboa.

Jensen, J. Bradford, et al. (2005). *Tradable services: Understanding the scope and impact of services offshoring.* Brookings Trade Forum. Brookings Institution Press,

Knight, G., & Johnson, L. (1997). *Tradables: developing output and price measures for Australia's tradable and non-tradable sectors*.

MacDonald, R., & Ricci, L. A. (2001). *PPP and the Balassa Samuelson effect: The role of the distribution sector* (Vol. 442).

OECD (2010) *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*.

OECD (2015). *OECD Employment Outlook 2015*, OECD Publishing, Paris.

Pina, A. and Abreu, I. (2012). *Portugal: Rebalancing the Economy and Returning to Growth Through Job Creation and Better Capital Allocation*. OECD Economic Department Working Papers, No. 994

Reis, R. (2013). *The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis*. Brookings Papers on Economic Activity, Spring, 143–193.

Sachs, J. L., & Larrain, B. F. (1993). *Macroeconomics in the global economy*.

Spence, Michael, and Sandile Hlatshwayo (2012). *The evolving structure of the American economy and the employment challenge*. Comparative Economic Studies 54.4 (2012): 703-738.

Tressel, Thierry, and Shengzu Wang (2014). *Rebalancing in the Euro Area and Cyclicality of Current Account Adjustments*

Iniciativas e Medidas Legislativas

1. Iniciativas

Iniciativa	Sumário
Linha de Apoio à Qualificação da Oferta 2016 Portal do Governo, 2 de março	A linha de Apoio à Qualificação da Oferta vem permitir às empresas de turismo poder aceder a uma linha de financiamento, dotada de 60 milhões de euros, decorrente do Protocolo, assinado entre o Turismo de Portugal e 12 instituições bancárias. O grupo das instituições de crédito aderentes à Linha reúne o Millennium BCP, Novo Banco, Santander Totta, Banco BPI, Caixa Geral de Depósitos, Banco Popular, Montepio Geral, Barclays Bank, Caixa de Crédito Agrícola Mútuo, Abanca, Banco Português de Gestão e Banco BIC De acordo com os critérios fixados no protocolo, que vigora até 31 de dezembro de 2017, esta linha de crédito privilegia os projetos que, pelas suas caraterísticas, contribuam para a dinamização turística dos centros urbanos, privilegiem a fruição do nosso património cultural edificado e a reabilitação urbana, se traduzam em novos negócios turísticos, nomeadamente na área da animação turística, sejam energética e ambientalmente sustentáveis, e contribuam para a permanência média do turista e para a redução da sazonalidade. Este instrumento financeiro tem uma comparticipação do Turismo de Portugal a 60%, sendo elegível uma componente de fundo de maneio, para apoiar a empresa na gestão da sua tesouraria durante o investimento. A comparticipação do Turismo de Portugal no financiamento é de 60% para 75%, nos projetos de empreendedorismo, de animação turística de reabilitação urbana em áreas turísticas, nos projetos que promovam a redução da sazonalidade e o aumento da permanência média do turista, e ainda nos que se perfilem marcadamente eficientes do ponto de vista energético e ambiental.
Programa *Tourism Creative Factory* Turismo de Portugal, 9 de março	*Tourism Creative Factory* destina-se a ser um programa dinamizador do empreendedorismo no Turismo, (www.http://tourismcreativefactory.com). Na medida em que visa uma aceleração na criação de 'startups' [micro e pequenas empresas em início de atividade], promovido pelo Turismo de Portugal e dirigida a alunos e ex-alunos das Escolas de Hotelaria e Turismo, vai decorrer nas Escolas de Faro e de Setúbal. O programa visa capacitar os formandos para terem ideias e inovarem no campo do turismo cultural e património, restauração e gastronomia, turismo de ar livre, turismo desportivo, enoturismo, turismo inclusivo e turismo religioso.
Regime de acesso a documentos administrativos e o regime de acesso à informação ambiental Conselho de Ministros de 31 de março	Aprovada a proposta de lei que revê o atual regime de acesso a documentos administrativos, o acesso à informação ambiental e o regime de reutilização de documentos administrativos. Esta proposta de lei irá revogar a lei especial nesta matéria - Lei n.º 19/2006, de 12 de junho, passando a nova Lei a transpor três diretivas diferentes (de reutilização de documentos e de acesso à informação sobre ambiente). Prevê-se que as entidades públicas disponibilizem dados e informação pública nos seus sítios na Internet, devendo a mesma ser referenciada numa plataforma única.
Normas de execução do Orçamento do Estado para 2016 Conselho de Ministros de 31 de março	Projeto de Decreto-Lei que estabelece as normas de execução do Orçamento do Estado para 2016. Este diploma contém as regras necessárias a uma rigorosa execução e acompanhamento do OE2016, incluindo os orçamentos dos serviços integrados, os orçamentos dos serviços e fundos autónomos e o orçamento da segurança social.

Iniciativa	Sumário
Programa para a Reabilitação Urbana: - Fundo Nacional de Reabilitação do Edificado (FNRE) - Instrumento Financeiro para a Reabilitação e Revitalização Urbanas - Programa Casa Eficiente - Programa Reabilitar para Arrendar Portal do Governo, 6 de abril	Criação do Programa para a Reabilitação Urbana que assenta nos seguintes objetivos: • Promover a reabilitação de edifícios e a regeneração urbana • Combater o despovoamento dos centros urbanos e promover o acesso à habitação, em particular pela classe média • Dinamizar o arrendamento habitacional • Apoiar o comércio local, em particular o tradicional • Apoiar a retoma do setor da construção, a sua reorientação para a reabilitação e a criação de emprego no setor O (FNRE) constituirá um Fundo Especial de Investimento Imobiliário, fechado e de subscrição particular, orientado para o desenvolvimento de projetos de reabilitação de imóveis e para a promoção do arrendamento, com vista a regeneração urbana e o repovoamento dos centros urbanos. O FNRE representa um investimento 1400 milhões de euros, O Instrumento Financeiro para a Reabilitação e Revitalização Urbanas, destina-se a apoiar a Reabilitação e Revitalização Urbanas nos municípios com centros urbanos de nível superior das regiões Norte, Centro, Lisboa, Alentejo, Açores e Madeira, e tem a dotação de 250 milhões de euros O Programa Casa Eficiente, focado na melhoria da eficiência energética dos edifícios, é uma linha de financiamento de aproximadamente de 100 milhões de euros. O programa Reabilitar para Arrendar tem uma dotação inicial de 50 milhões de euros, e destina-se à reabilitação que tenha em vista o arrendamento.
Programa Nacional de Reformas para 2017-2020 e Programa de Estabilidade Conselho de Ministros de 21 de abril	Aprovação das versões finais e completas do Programa Nacional de Reformas para 2017-2020 e do Programa de Estabilidade. Estes documentos, foram discutidos na Assembleia da República no dia 27 de abril,.
Startup Voucher Portal do Governo de 26 de abril	Criação do *Startup Voucher* que disponibilizará cerca de 8400 euros por ano por empresa para desenvolver ideias empreendedoras. Esta medida insere-se no âmbito da estratégia para o empreendedorismo e visa apoiar financeiramente um empreendedor durante um ano, auferindo de cerca de 700 euros por mês, o que lhe permite focar-se na criação da sua empresa.

2. Seleção de Medidas Legislativas

Assunto/Diploma	Descrição
Código do Trabalho Lei n.º 8/2016 - Diário da República n.º 64/2016, Série I de 2016-04-01	Procede à décima alteração ao Código do Trabalho, aprovado pela Lei n.º 7/2009, de 12 de fevereiro, restabelecendo feriados nacionais.
Pensões e prestações sociais Portaria n.º 65/2016 - Diário da República n.º	Define a atualização anual das pensões e de outras prestações sociais atribuídas pelo sistema de segurança social, do regime de proteção social convergente atribuídas pela CGA e por inca-

Assunto/Diploma	Descrição
64/2016, Série I de 2016-04-01	pacidade permanente para o trabalho e por morte decorrentes de doença profissional, para o ano de 2016.
Idade de acesso à pensão de velhice do regime geral da segurança social Portaria n.º 67/2016 - Diário da República n.º 64/2016, Série I de 2016-04-01	Define a idade normal de acesso à pensão de velhice do regime geral da segurança social em 2017 e o fator de sustentabilidade para 2016 e revoga a Portaria n.º 277/2014, de 26 de dezembro.
Sector público empresarial - pensões Lei n.º 11/2016 - Diário da República n.º 65/2016, Série I de 2016-04-04	Reposição dos complementos de pensão no sector público empresarial.
Contrato de Investimento Despacho n.º 4586/2016 - Diário da República n.º 65/2016, Série II de 2016-04-04	Aprova a minuta do Contrato de Investimento e respetivos anexos, a celebrar pela Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal, E.P.E., em representação do Estado Português, e a ALTRANPORTUGAL, S. A., que tem por objeto um projeto de investimento consistindo no aumento da capacidade dos estabelecimentos da ALTRANPORTUGAL, S. A. já existentes no Fundão e no Porto, e a criação, em 2016, de um estabelecimento em Aveiro para a prestação de serviços de consultoria em informática e de desenvolvimento de *software*.
Contrato de Investimento Despacho n.º 4696/2016 - Diário da República n.º 67/2016, Série II de 2016-04-06	Aprova a minuta do Contrato de Investimento e respetivos anexos, a celebrar pela Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal, E.P.E., em representação do Estado Português, e a Embraer Portugal Estruturas Metálicas, S. A., que tem por objeto um projeto de investimento consistindo na expansão e diversificação da capacidade de produção e na capacitação tecnológica da sua unidade industrial para o fabrico de estruturas metálicas a integrar na produção em série dos três modelos de aeronaves que compõem a família dos jatos comerciais Embraer E-Jets (E2).
Contrato de Investimento Despacho n.º 4697/2016 - Diário da República n.º 67/2016, Série II de 2016-04-06	Aprova a minuta do Contrato de Investimento e respetivos anexos, a celebrar pela Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal, E.P.E., em representação do Estado Português, e a Embraer Portugal Estruturas em Compósitos, S. A., que tem por objeto um projeto de investimento consistindo na expansão e diversificação da capacidade de produção e na capacitação tecnológica da Embraer Portugal Estruturas em Compósitos, S. A. para o fabrico de conjuntos em materiais compósitos para o Embraer E175-E2, avião pertencente à família de jatos comerciais Embraer E-Jets (E2).
Normas de execução do OE 2016 Decreto-Lei n.º 18/2016 - Diário da República n.º 72/2016, Série I de 2016-04-13	Estabelece as normas de execução do Orçamento do Estado para 2016.
Tarifas de acesso à rede elétrica Despacho n.º 5138-A/2016 - Diário da República n.º 73/2016, 2º Suplemento, Série II de 2016-04-14	Determina o desconto a aplicar nas tarifas de acesso às redes de eletricidade, aplicável a partir de 1 de julho de 2016. O desconto a aplicar nas tarifas de acesso às redes de eletricidade, aplicável a partir de 1 de julho de 2016, previsto no n.º 2 do artigo 3.º do Decreto -Lei n.º 138 -A/2010, de 28 de dezembro, na redação do Decreto- -Lei n.º 172/2014, de 14 de novembro, deve corresponder a um valor que permita um desconto de 33,8 % sobre as tarifas transitórias de venda a clientes finais de eletricidade, excluído o IVA, demais impostos, contribuições, taxas e juros de mora que sejam aplicáveis.
Tarifas de acesso à rede de gás natural Despacho n.º 5138-B/2016 - Diário da República n.º 73/2016, 2º Suplemento, Série II de 2016-04-14	Determina o desconto a aplicar sobre as tarifas de gás natural. O desconto a aplicar nas tarifas de acesso às redes de gás natural, aplicável a partir de 1 de julho de 2016, previsto no n.º 2 do artigo 3.º do Decreto -Lei n.º 101/2011, de 30 de setembro, na redação da Lei n.º 7 -A/2016, de 30 de março, deve corresponder a um valor que permita um desconto de 31,2 % sobre as tarifas de transitórias de venda a clientes finais de gás natural, excluído o IVA, demais impostos, contribuições, taxas e juros de mora que sejam aplicáveis, não devendo a sua aplicação ser considerada para efeitos de outros apoios atualmente em vigor.
Titulares de cargos públicos - Legislação aplicável Resolução da Assembleia da República n.º 62/2016 - Diário da República n.º 74/2016, Série I de 2016-04-15	Constituição de uma comissão eventual para o reforço da transparência no exercício de funções públicas. A comissão tem por objeto a recolha de contributos e a análise e sistematização de medidas jurídicas e políticas orientadas para o reforço da qualidade da Democracia, incidindo sobre a legislação aplicável aos

Assunto/Diploma	Descrição
	titulares de cargos públicos.
Conselho Estratégico de Internacionalização da Economia (CEIE) Resolução do Conselho de Ministros n.º 24/2016 - Diário da República n.º 81/2016, Série I de 2016-04-27	Procede à terceira alteração à Resolução do Conselho de Ministros n.º 44/2011, de 25 de outubro, que estabelece a coordenação estratégica para a diplomacia económica e a internacionalização da economia. O CEIE é um fórum para a auscultação das organizações do setor empresarial privado mais diretamente ligadas aos processos de internacionalização da economia portuguesa e de cooperação para o desenvolvimento.

Lista de Acrónimos

Lista de Acrónimos

Siglas	Descrição
ACAP	Associação do Comércio Automóvel de Portugal
ADSE	Direção-geral de Proteção Social aos Funcionários e Agentes da Administração Pública
AL	Administração Local
AR	Administração Regional
BCE	Banco Central Europeu
BEA	*Bureau of Economic Analysis*
BGFRS	*Board of Governors of the Federal Reserve System*
BLS	*Bureau of Labour Statistic*
BP	Banco de Portugal
BT	Bilhetes do Tesouro
BVLP	Bolsa de Valores de Lisboa e Porto
CE	Comissão Europeia
CEDIC	Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo
CGA	Caixa Geral de Aposentações
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
COGJ	*Cabinet Office Government of Japan*
DGEG	Direção-geral de Energia e Geologia
DGO	Direção-geral do Orçamento
DGT	Direção-geral do Tesouro
EPA	*Economic Planning Agency*
Eurostat	Instituto de Estatística da UE
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSO	Instituto Nacional de Estatística da Alemanha
GEE	Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia
GPEARI	Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais do Ministério das Finanças
IEFP	Instituto de Emprego e Formação Profissional
IGCP	Instituto de Gestão do Crédito Público
IGFSS	Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
INE	Instituto Nacional de Estatística
INSEE	Instituto Nacional de Estatística da França
IPC	Índice de Preços no Consumidor
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
IS	Imposto do Selo
ISM	*Institute for Supply Management*
ISP	Imposto sobre os Produtos Petrolíferos e Energéticos
ISTAT	Instituto Nacional de Estatística da Itália
ISV	Imposto sobre Veículos

Siglas	Descrição
IUC	Imposto Único de Circulação
IVA	Imposto sobre o Valor Acrescentado
MC	*Ministry of Commerce of China*
Michigan	Universidade de Michigan
NBSC	*National Bureau of Statistics of China*
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
ONS	Instituto Nacional de Estatística do Reino Unido
OT	Obrigações do Tesouro
PIB	Produto Interno Bruto
SDDS	*Special Data Dissemination Standard*
SFA	Serviços e Fundos Autónomos
SNS	Serviço Nacional de Saúde
SS	Segurança Social
UE	União Europeia
VAB	Valor Acrescentado Bruto
Yahoo	*Finance Yahoo*

Siglas	Unidades
%	Percentagem
p.p.	Pontos percentuais
p.b.	Pontos base
EUR/USD	Dólar americano por euros
EUR/GBP	Libra esterlina por euros
MM3	Médias móveis de três termos
SRE	Saldo de respostas extremas
VA	Valores acumulados
VC	Variação em cadeia
VCS	Valor corrigido de sazonalidade
VE	Valor efetivo
VH	Variação homóloga
VHA	Variação homóloga acumulada
VITA	Variação intertabelas anualizada. Refere-se a Instrumentos de Regulamentação Coletiva de Trabalho publicados desde o início do ano até ao mês em referência e com início de eficácia no respetivo ano

Notas Gerais

Unidade – unidade/medida em que a série se encontra expressa.
: representa valor não disponível.
- não se aplica.