



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Boletim Económico | *Inverno 2007*

Volume 13, Número 4

Disponível em
www.bportugal.pt
Publicações

BANCO DE PORTUGAL

Departamento de Estudos Económicos

Av. Almirante Reis, 71-6.º andar

1150-012 Lisboa

Distribuição

Departamento de Serviços de Apoio

Av. Almirante Reis, 71-2.º andar

1150-012 Lisboa

Impressão e Acabamento

Jorge Fernandes, Lda.

Tiragem

350 exemplares

Depósito Legal n.º 241772/06

ISSN 0872-9794



ÍNDICE

ÍNDICE***Textos de Política e Situação Económica***

Perspectivas para a Economia Portuguesa: 2008-2009	9
--	---

Artigos

O Efeito Riqueza Sobre o Consumo Privado na Economia Portuguesa	37
Investimento e Situação Financeira das Empresas Portuguesas	59
A Criação e Destruição de Emprego em Portugal	79
<i>MIMO</i> Um Modelo Mensal Para a Inflação	109

Cronologia das Principais Medidas Financeiras

Janeiro a Dezembro 2007	I
-------------------------------	---



TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA

Perspectivas para a Economia Portuguesa: 2008-2009

PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2008-2009

1. INTRODUÇÃO

As perspectivas para a economia portuguesa apontam para a manutenção da recuperação da actividade económica no período 2008-2009, acompanhada por uma descida da inflação para valores próximos de 2 por cento no final do horizonte. Esta projecção traduz-se numa redução das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa, que reflecte a inversão da trajectória de queda da taxa de poupança das famílias, bem como a continuação da redução das necessidades de financiamento das Administrações Públicas. As actuais projecções estão rodeadas por níveis de incerteza mais acentuados do que o habitual e apresentam riscos claramente descendentes sobre a actividade económica, associados no essencial ao enquadramento económico e financeiro a nível internacional.

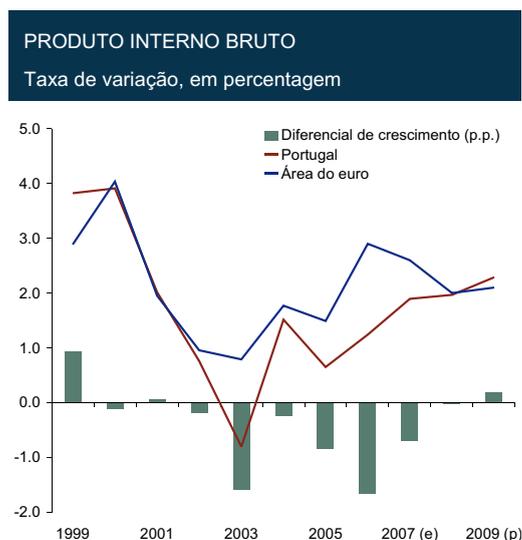
Após um crescimento de 1.2 por cento em 2006, as estimativas mais recentes apontam para que o Produto Interno Bruto (PIB) tenha aumentado 1.9 por cento em 2007. A actual projecção apresenta um crescimento de 2.0 por cento em 2008 e de 2.3 por cento em 2009, valores próximos dos projectados para a área do euro (Quadro 1.1 e Gráfico 1.1). Em comparação com as anteriores projecções, o ritmo de crescimento foi revisto ligeiramente em alta em 2007 (+0.1 pontos percentuais (p.p.)) e em

Quadro 1.1

PROJECCÕES DO BANCO DE PORTUGAL 2008-2009								
Taxa de variação, em percentagem								
	Pesos 2006	2006		Projecção actual		BE Out. 07		BE Verão 07
		2006	2007	2008	2009	2007	2007	2008
Produto Interno Bruto	100.0	1.2	1.9	2.0	2.3	1.8	1.8	2.2
Consumo privado	65.3	1.2	1.2	1.1	1.6	1.2	1.4	1.4
Consumo público	20.8	-0.7	0.0	0.0	0.4	-0.3	-0.1	0.3
Formação bruta de capital fixo	21.4	-1.8	2.6	3.3	3.1	2.1	0.6	3.1
Procura interna	107.9	0.2	1.2	1.4	1.6	1.1	0.8	1.6
Exportações	31.1	9.1	7.0	4.9	6.0	6.7	7.2	6.5
Importações	39.0	4.3	4.1	2.9	3.7	3.7	3.4	4.2
Contributo (em p.p.)								
Exportações líquidas		1.0	0.6	0.5	0.5	0.6	0.9	0.5
Procura interna		0.2	1.3	1.5	1.8	1.2	0.9	1.7
do qual: Variação de Existências		0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.1
Balança Corrente e de Capital (% PIB)		-8.6	-8.2	-7.3	-6.4	-7.7	-7.9	-8.1
Balança de bens e serviços (% PIB)		-7.6	-6.7	-6.5	-5.3	-6.2	-5.7	-5.4
IHPC		3.0	2.4	2.4	2.0	2.3	2.5	2.3

Nota: Para cada agregado apresenta-se a projecção central (entendido como o seu valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas). Conforme desenvolvido na Secção 7 deste artigo, as distribuições de probabilidade atribuídas aos valores possíveis do agregado poderão ser assimétricas, pelo que a probabilidade de se observar um valor abaixo da projecção central pode ser diferente da probabilidade de se observar um valor acima da projecção central.

Gráfico 1.1



Nota: Os valores relativos à área do euro correspondem aos pontos médios dos intervalos de projecção publicados no *Boletim Mensal de Dezembro do Banco Central Europeu*.

baixa em 2008 (-0.2 p.p.).

As projecções apresentadas neste artigo assentam num conjunto de pressupostos relativos ao enquadramento da economia portuguesa, nomeadamente no que respeita à evolução futura das taxas de juro, das taxas de câmbio, do indicador de procura externa relevante para a economia portuguesa e dos preços de diversas matérias-primas, incluindo o petróleo. Adicionalmente, ao contrário do habitual, a actual projecção incorpora um ligeiro aumento do diferencial entre as taxas de juro activas dos bancos e a taxa de juro Euribor a três meses ao longo de todo o horizonte. Este pressuposto procura reflectir o impacto da reavaliação do risco de crédito, à escala global, subjacente à turbulência nos mercados financeiros internacionais que se tem registado desde meados de 2007. É de sublinhar que esta situação poderá transmitir-se à actividade económica através de diversos mecanismos, existindo, contudo, uma elevada incerteza na quantificação do seu impacto, quer na área do euro, quer em Portugal.

As projecções assentam ainda em pressupostos específicos para a economia portuguesa, nomeadamente no que diz respeito à evolução dos principais agregados das Administrações Públicas, sendo de realçar a diminuição gradual do défice orçamental ao longo do horizonte de projecção.

À semelhança do observado em ciclos económicos anteriores, a aceleração da actividade neste ciclo económico pressupõe um contributo significativo da produtividade total dos factores. Assim, após um período caracterizado por um fraco crescimento, a produtividade total dos factores apresentou um crescimento mais significativo em 2007, que se deverá manter ao longo do horizonte de projecção, reflectindo não apenas a reorientação do tecido produtivo para actividades com maior conteúdo tecnológico, como também a reafectação do emprego de forma mais eficiente no âmbito dos processos de reestruturação interna das empresas, e o aumento da taxa de utilização da capacidade produtiva.

No que se refere às componentes da procura, a aceleração gradual da actividade económica no período 2008-2009 reflecte essencialmente a evolução da procura interna, em particular do investimento empresarial e do consumo privado, na medida em que se projecta que as exportações apresentem um comportamento menos dinâmico que o estimado para 2006 e 2007. As actuais projecções apontam, no entanto, para um abrandamento muito ligeiro do investimento empresarial em 2009, determi-

nado pelo efeito de base relacionado com a aquisição de material de transporte aéreo no primeiro semestre de 2008, projectando-se uma aceleração quando se tem em conta este efeito (ver Secção 4 Procura). Por seu turno, o consumo privado deverá crescer em 2008 a um ritmo similar ao estimado para 2007, não obstante a ligeira aceleração ao longo do ano; para 2009, projecta-se um maior crescimento, reflectindo a progressiva melhoria das condições no mercado de trabalho e o impacto daí resultante ao nível do rendimento disponível das famílias. Num contexto de aceleração do rendimento disponível real, o comportamento do consumo privado no horizonte de projecção traduzir-se-á numa recuperação da taxa de poupança face aos mínimos estimados para 2006 e 2007. Em relação às exportações, o abrandamento esperado ao longo do horizonte de projecção tem como principal factor explicativo a evolução esperada do indicador da procura externa dirigida às empresas portuguesas, pelo que a quota de mercado, em termos médios, deverá permanecer relativamente estável.

No que diz respeito às necessidades de financiamento da economia portuguesa, medidas pelo saldo conjunto das balanças corrente e de capital, as actuais projecções contemplam uma redução de 8.2 por cento do PIB em 2007 para cerca de 7.3 por cento em 2008 e 6.4 por cento em 2009. Esta evolução reflecte essencialmente a redução do défice da balança de bens e serviços, nomeadamente da sua componente não energética, num contexto em que a procura interna deverá manter um crescimento inferior ao dos principais parceiros comerciais. A evolução esperada para a balança de bens e serviços deverá mais do que compensar a deterioração da balança de rendimentos em 2008, influenciada nomeadamente pela evolução assumida para as taxas de juro. Adicionalmente, o excedente da balança de capital deverá registar um aumento, reflectindo o perfil assumido para as transferências da União Europeia no âmbito do Quadro de Referência Estratégico Nacional (QREN).

A taxa de inflação, medida pela taxa de variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá ter diminuído para 2.4 por cento em 2007 (3.0 por cento em 2006). As actuais projecções apontam para a manutenção da taxa de inflação em 2008 num nível próximo do estimado para 2007, reduzindo-se para cerca de 2.0 por cento em 2009. A redução da taxa média de inflação em 2007 terá sido determinada em larga medida pela componente energética, que reflectiu a evolução do preço do petróleo em euros, em termos médios anuais. A manutenção da taxa de inflação em 2008 ao nível registado em 2007 decorre da manutenção do ritmo de crescimento das componentes energética e não energética. A componente não energética deverá ser afectada em 2008 pelo impacto decorrente do aumento significativo dos preços de alguns bens alimentares processados, já visível no último trimestre de 2007, num contexto de crescimento contido dos preços de importação relevantes e de aceleração dos custos unitários de trabalho no sector privado, ainda que para níveis relativamente moderados face ao passado recente. Por seu lado, a componente energética deverá reflectir o aumento implícito do preço do petróleo nos mercados de futuros, que será compensado em larga medida pela manutenção do valor unitário do Imposto sobre Produtos Petrolíferos no nível de 2007 (por oposição aos aumentos verificados nos anos anteriores) e pelo crescimento mais moderado assumido para o preço da electricidade. O abrandamento da inflação para valores próximos de 2 por cento em 2009 reflecte essencialmente a evolução da componente energética, num contexto em que as expectativas implícitas nos mercados de futuros apontam para alguma reversão do preço do petróleo.

Os factores de risco e incerteza subjacentes à actual projecção apontam claramente para a possibilidade de a actividade económica vir a registar um crescimento inferior ao incluído na projecção central (ver Secção 7 *Análise de incerteza e riscos*). O enquadramento global tem sido marcado pela turbulência nos mercados financeiros internacionais, o que determina um grau de incerteza e risco para a actividade económica particularmente elevado. Adicionalmente, a possibilidade da desaceleração da economia dos Estados Unidos se revelar mais acentuada do que a projectada, nomeadamente num contexto em que persistem desequilíbrios macroeconómicos globais, tenderia a deteriorar o enqua-

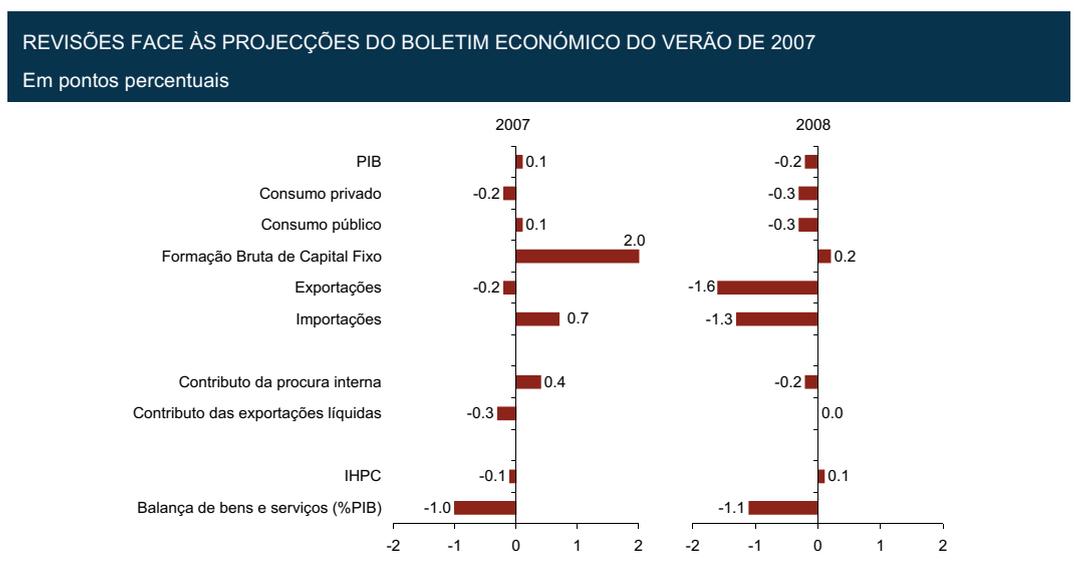
dramamento económico internacional, podendo igualmente agravar a actual situação de turbulência dos mercados financeiros, reforçando os seus impactos em termos reais. Por fim, o perfil de desaceleração das exportações registado ao longo do ano de 2007, embora ainda sujeito a um elevado grau de incerteza, comporta um crescimento no segundo semestre inferior ao dos principais mercados de destino das exportações portuguesas.

O crescimento do PIB em 2007 é ligeiramente revisto em alta (+0.1 p.p.) em relação à projecção publicada no *Boletim Económico* do Verão de 2007¹, compreendendo um maior contributo da procura interna, que é parcialmente compensado por um menor contributo das exportações líquidas (Gráfico 1.2). A revisão da composição da despesa reflecte a incorporação de informação entretanto divulgada, nomeadamente as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) relativas aos segundo e terceiro trimestres de 2007. Esta informação revelou um desempenho menos favorável do que o anteriormente projectado do consumo privado e das exportações, que determinou uma revisão em baixa da projecção para o crescimento destas componentes da despesa. No sentido oposto, a informação relativa à Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) aponta para um crescimento superior ao anteriormente projectado, decorrente nomeadamente de uma maior aceleração do investimento em construção e da importação de material de transporte aéreo.

No que respeita a 2008, a actual projecção inclui uma revisão em baixa do crescimento da actividade de 0.2 p.p., reflectindo uma revisão em baixa da procura interna e das exportações. O menor crescimento do consumo privado traduz, para além dos efeitos dinâmicos associados à revisão do perfil intra-anual de 2007, uma situação menos favorável que a anteriormente projectada para o mercado de trabalho, caracterizada por uma menor criação líquida de emprego. A revisão das exportações resulta quer da revisão da procura externa dirigida a Portugal, quer dos efeitos dinâmicos decorrentes do perfil de desaceleração registado ao longo do ano de 2007.

As actuais projecções incorporam uma revisão em baixa do saldo da balança de bens e serviços em percentagem do PIB, de -1.0 p.p. e -1.1 p.p. em 2007 e 2008. Esta revisão reflecte essencialmente a revisão em alta do preço do petróleo e a consequente deterioração dos termos de troca, na medida em que a revisão em baixa do crescimento em volume projectado para as exportações em 2008 é

Gráfico 1.2



(1) Em relação ao *Boletim Económico* do Outono de 2007, o crescimento do PIB em 2007 é igualmente revisto em alta 0.1 p.p., embora as componentes da despesa estejam mais próximas da actual projecção que as publicadas no *Boletim Económico* do Verão de 2007 (Quadro 1.1.).

compensada pela revisão no mesmo sentido do volume das importações.

Por seu turno, a projecção para a taxa de inflação representa uma ligeira revisão em baixa em 2007 (-0.1 p.p.) seguida de uma ligeira revisão em alta em 2008 (+0.1 p.p.) face à projecção divulgada no *Boletim Económico* do Verão de 2007. Estas revisões traduzem, por um lado, um crescimento inferior ao esperado do preço de alguns bens industriais não energéticos no terceiro trimestre de 2007, e, por outro, um crescimento superior ao antecipado do preço de alguns bens alimentares processados, relacionado com os desenvolvimentos mais recentes nos mercados internacionais, cujo impacto deverá afectar sobretudo a inflação no conjunto de 2008. Vale a pena referir que a inflação dos bens energéticos sofreu uma revisão limitada, uma vez que a revisão em alta do preço do petróleo foi largamente compensada pela apreciação do euro, pela manutenção do valor unitário do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (o que compara com a hipótese anteriormente assumida de aumento deste imposto no início de 2008) e pela revisão em baixa do crescimento do preço da electricidade.

2. HIPÓTESES DE ENQUADRAMENTO

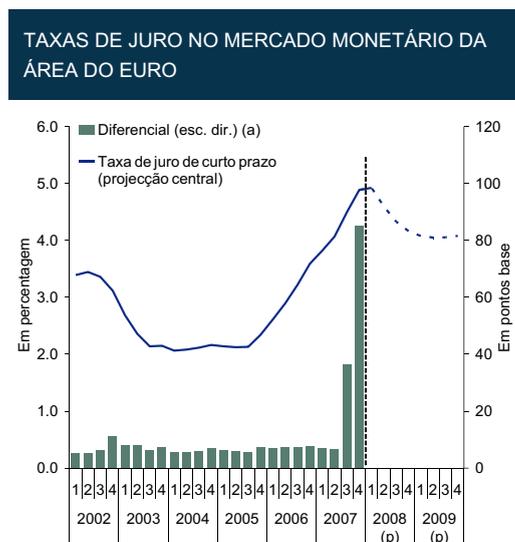
As actuais projecções baseiam-se num conjunto de hipóteses técnicas relativas à evolução das taxas de juro, taxas de câmbio e preços de matérias-primas, formuladas com base em informação disponível nos mercados financeiros e nos mercados de futuros até ao início de Dezembro. O enquadramento externo da economia portuguesa é incorporado através de um indicador para a evolução da procura externa relevante para Portugal, baseado nas projecções para as economias da área do euro, produzidas pelos respectivos bancos centrais nacionais bem como em hipóteses relativas a economias não pertencentes à área do euro elaboradas no contexto do exercício de projecção do Eurosistema de Dezembro de 2007. Adicionalmente, foram tidos em conta pressupostos específicos à economia portuguesa, nomeadamente relativos à evolução das finanças públicas e aos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa.

2.1. Taxas de juro e taxas de câmbio

As hipóteses relativas à taxa de juro de curto prazo do mercado monetário (taxa Euribor a três meses), baseadas nas expectativas implícitas nos mercados financeiros, apontam para uma redução desta taxa ao longo de 2008, face ao final de 2007, e posterior estabilização em 2009. Estas expectativas incorporam um prémio de risco muito significativo no final de 2007, evidenciado pelo diferencial das taxas de juro do mercado monetário entre operações colateralizadas e não colateralizadas (Gráfico 2.1.1). Em termos médios anuais, antecipa-se um aumento de 0.2 p.p. em 2008, para 4.5 por cento, e uma redução para 4.1 por cento em 2009. As hipóteses relativas à taxa de juro de longo prazo, baseadas em taxas de rentabilidade nominais implícitas nos títulos de dívida pública a dez anos, deverão manter-se perto de 4.4 por cento em termos médios anuais ao longo do horizonte de projecção.

Em exercícios de projecção anteriores admitiu-se para as taxas de juro bancárias uma evolução em linha com as taxas de juro do mercado monetário, o que correspondia a admitir um diferencial constante ao longo do horizonte de projecção. Consequentemente, a evolução do custo de financiamento dos agentes económicos seria apenas condicionada pela evolução das taxas do mercado monetário. Contudo, no actual contexto de turbulência dos mercados financeiros, a informação disponível aponta para um alargamento destes diferenciais a partir do Verão de 2007, reflectindo nomeadamente uma reavaliação do risco da dívida privada. Na actual projecção considerou-se um ligeiro aumento do diferencial entre as taxas de juro activas dos bancos (que são as relevantes nos processos de decisão de investimento e consumo dos agentes) e a taxa de juro do mercado monetário a partir da segunda me-

Gráfico 2.1.1



Nota: (a) Diferencial entre as taxas de juro a 3 meses de operações não colateralizadas (Euribor) e de operações colateralizadas (Eurepo). Para o quarto trimestre de 2007 assumindo a manutenção da taxa Eurepo nos níveis registados à data de fecho das hipóteses.

Gráfico 2.1.2



Fontes: iBoxx, Thompson Financial Datastream.

Nota: Diferencial entre a rendibilidade de obrigações emitidas em euros por empresas não financeiras com rating BBB e a rendibilidade de Obrigações do Tesouro de emittentes da área do euro.

tade de 2007. Embora este ajustamento permita considerar algum efeito do aumento do prémio de risco do sector privado não financeiro que se verificou ao longo dos últimos meses (Gráfico 2.1.2), existe uma elevada incerteza relativamente ao impacto quantitativo da actual turbulência nos mercados financeiros. Em particular, pode-se destacar a possibilidade de um aumento dos custos de financiamento maior que o considerado e uma diminuição da disponibilidade do crédito ao sector privado induzida pelo lado da oferta, os quais não deixariam de afectar significativamente à projecção central (ver Secção 7 *Análise de incerteza e riscos*).

A hipótese técnica relativa às taxas de câmbio pressupõe que estas permaneçam inalteradas nos níveis verificados no início de Dezembro de 2007, o que implica uma apreciação da taxa de câmbio efectiva do euro de 3.5 por cento em 2008 (7.5 por cento face ao dólar), após a apreciação de 3.9 por cento em 2007 (9.3 por cento face ao dólar).

2.2. Preços internacionais

A evolução subjacente às hipóteses consideradas para os preços internacionais de matérias-primas, baseada em informação dos mercados de futuros, aponta para um aumento significativo do preço do petróleo, em termos médios anuais, de 72 dólares em 2007 para 89 dólares por barril em 2008. Em 2009, assume-se uma ligeira redução do preço desta matéria-prima para cerca 86 dólares por barril. No que diz respeito aos preços das matérias-primas não energéticas em dólares, a informação disponível nos mercados de futuros aponta para um aumento moderado, após o crescimento expressivo registado em 2007, que terá reflectido, em particular, a evolução dos preços de matérias-primas alimentares.

No que respeita aos preços no consumidor na área do euro, de acordo com as projecções do Eurosistema publicadas no *Boletim Mensal do Banco Central Europeu* (BCE) de Dezembro de 2007, a taxa de variação média anual do IHPC² deverá situar-se nos intervalos de 2.0 a 3.0 por cento em 2008 e de

(2) As projecções do Eurosistema de Dezembro de 2007 incluem Chipre e Malta a partir de 2008.

1.2 a 2.4 por cento em 2009, face a um valor entre 2.0 e 2.2 projectado para 2007. Estas projecções reflectem uma aceleração dos custos unitários do trabalho, que traduz um maior crescimento dos salários para o total da economia face aos últimos anos, a par de uma recuperação moderada da produtividade. O impacto desta evolução na inflação deverá ser, no entanto, parcialmente compensado por alguma desaceleração das margens de lucro. Adicionalmente, as pressões inflacionistas originadas pela evolução dos preços de matérias-primas, quer energéticas quer não energéticas, deverão manter-se elevadas até meados de 2008. Por outro lado, a dissipação dos efeitos relativos ao aumento do IVA na Alemanha em 2007 deverá contribuir favoravelmente para a evolução da inflação.

2.3. Actividade económica no exterior e procura externa

O indicador de procura externa dirigida a Portugal tem subjacentes as projecções relativas ao crescimento do PIB e das importações de um conjunto de economias não pertencentes à área do euro. Este enquadramento externo serviu de base às projecções dos restantes bancos centrais nacionais dos países pertencentes à área do euro, no contexto do exercício de projecção do Eurosistema de Dezembro de 2007, tendo sido posteriormente garantida a consistência dos fluxos de comércio de bens e serviços entre todos os países da área do euro.

As projecções do actual exercício apontam para que o crescimento do PIB nas economias não pertencentes à área do euro se mantenha robusto, embora apresentando alguma desaceleração, de 5.6 por cento em 2007 para 5.2 por cento em 2008 e 2009. Esta evolução traduz a manutenção de um ritmo de crescimento elevado nas economias de mercados emergentes.

De acordo com as projecções do Eurosistema publicadas no *Boletim Mensal do BCE de Dezembro de 2007*, o crescimento do PIB na área do euro deverá apresentar um valor no intervalo entre 1.5 e 2.5 por cento em 2008 e entre 1.6 e 2.6 por cento no ano seguinte, enquanto que o crescimento em 2007 ter-se-á situado entre 2.4 e 2.8 por cento. Esta evolução é determinada quer pelo comportamento das exportações, que deverão ser afectadas pela recente apreciação do euro e pelo aumento da concorrência internacional, quer pela evolução da procura interna, nomeadamente do investimento, condicionado pela desaceleração da procura global assim como pelo aumento dos custos de financiamento. O crescimento do consumo privado deverá manter-se próximo do projectado para o rendimento disponível real, aproximadamente em linha com a evolução das remunerações reais do trabalho.

Tendo em conta o enquadramento externo da economia portuguesa, o indicador de procura externa dirigida a Portugal deverá abrandar ligeiramente de 5.7 por cento em 2007 para 5.4 por cento em 2008, seguido de uma aceleração para 5.7 por cento em 2009.

2.4. Hipóteses específicas para Portugal

A actual projecção inclui um conjunto de hipóteses específicas para a economia portuguesa, sendo de destacar as referentes à evolução das variáveis de finanças públicas e dos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa.

No que respeita às hipóteses sobre a evolução das finanças públicas é de salientar que, tal como é regra no âmbito do exercício de projecção do Eurosistema, apenas foram consideradas as medidas de política orçamental já aprovadas em termos legais ou especificadas com suficiente detalhe e com elevada probabilidade de aprovação legislativa. Esta hipótese condiciona, em particular, a evolução projectada para o consumo público, no que se refere ao possível impacto do Programa de Reestruturação da Administração Central do Estado (PRACE) e da reforma dos regimes de vincula-

ção, de carreiras e de remunerações da Administração Pública. Neste contexto, assume-se uma estabilização do consumo público em termos reais em 2008, seguida de um ligeiro aumento em 2009, reflectindo uma diminuição do número de trabalhadores das administrações públicas, em linha com a regra de admissão de apenas um funcionário por cada dois que deixam o serviço, e um aumento pouco expressivo do consumo intermédio em termos reais.

Em relação ao investimento público, após uma ligeira diminuição em termos reais em 2007, considerou-se uma virtual estabilização do nível de FBCF das Administrações Públicas. Esta perspectiva decorre do padrão esperado das transferências da União Europeia, que envolve a sobreposição em 2008 de projectos ainda financiados no âmbito do terceiro Quadro Comunitário de Apoio com outros já abrangidos pelo Quadro de Referência Estratégico Nacional.

No que diz respeito à tributação indirecta, a actual projecção admite a manutenção do valor unitário do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos até ao final do horizonte de projecção. Adicionalmente, considera-se o aumento da tributação sobre o tabaco em 2008 e 2009 e inclui-se o impacto da reforma da tributação automóvel.

No que diz respeito aos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa, a actual projecção assume que estes deverão, em geral, apresentar um crescimento em linha com o aumento médio registado nos últimos anos. É de referir que a actual projecção considera um aumento do preço da electricidade no início de 2008 menor que o registado em 2007 de acordo com a informação disponível³. Pelo contrário, o aumento dos preços dos transportes públicos considerado no início de 2008 é superior ao registado em 2007, em linha com o anunciado.

3. OFERTA

As actuais estimativas apontam para um crescimento do PIB em termos reais de 1.9 por cento em 2007, projectando-se um crescimento de 2.0 por cento em 2008 e de 2.3 por cento em 2009 (Gráfico 3.1). O crescimento da actividade económica é marcado essencialmente pela evolução do PIB no sector privado, na medida em que a actividade no sector público deverá contrair-se ligeiramente em 2008 e em 2009⁴.

Ao nível sectorial, a informação disponível para o ano de 2007 é ainda muito limitada. No entanto, a evolução da actividade na indústria transformadora deverá reflectir o comportamento das exportações de mercadorias e da procura interna, apresentando uma evolução moderada tanto em 2007 como em 2008 e alguma recuperação em 2009. Relativamente à actividade no sector da construção dever-se-á registar alguma aceleração ao longo do horizonte de projecção, em linha com a evolução projectada para o investimento em habitação e empresarial. No que diz respeito aos serviços, a evolução do consumo deverá revelar-se um factor determinante, limitando a actividade deste sector em 2008 e permitindo alguma recuperação em 2009.

A actual projecção aponta para um crescimento do PIB ao longo do horizonte superior às estimativas actualmente disponíveis para o crescimento do produto potencial, implicando a continuação do gradual estreitamento do hiato do produto que deverá ser virtualmente nulo em 2009 (Gráfico 3.2).

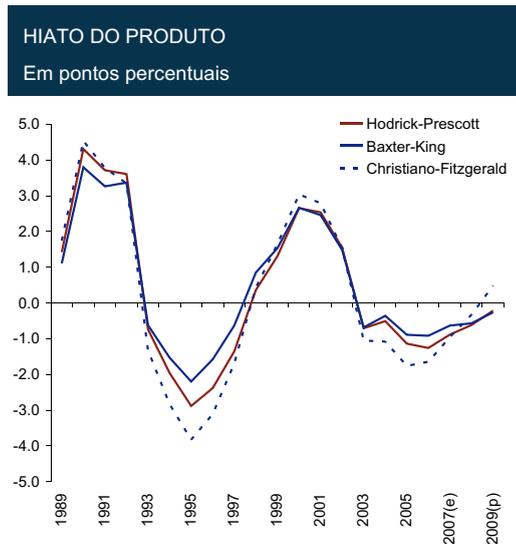
(3) O aumento assumido para o preço da electricidade tem por base informação publicada pela Entidade Reguladora para o Sector Eléctrico.

(4) O produto do sector público corresponde às despesas realizadas pelas Administrações Públicas em factores primários destinados à provisão dos bens e serviços públicos, em particular as despesas com pessoal e o consumo de capital fixo. O produto do sector privado é obtido como a diferença entre o produto total e o produto do sector público, incluindo por isso as despesas de consumo intermédio das Administrações Públicas em bens e serviços produzidos pelo sector privado.

Gráfico 3.1



Gráfico 3.2



3.1. Emprego

A oferta de trabalho tem sido marcada ao longo dos últimos anos pela tendência ascendente da taxa de actividade, que reflecte, entre outros factores, a crescente participação das mulheres no mercado de trabalho, a dinâmica demográfica e a promoção do envelhecimento activo através de políticas de retenção no emprego dirigidas aos grupos etários mais avançados. No entanto, o impacto de alguns destes factores tenderá a diminuir ou mesmo extinguir-se, assumindo-se uma estabilização da taxa de actividade em valores próximos de 74 por cento, a que corresponde um crescimento da população activa ao longo do horizonte de projecção inferior ao aumento médio registado nos últimos anos.

Depois de um crescimento do emprego em 2006 mais elevado do que seria expectável face à evolução da actividade económica, as estimativas apontam para que o emprego em 2007 tenha crescido apenas 0.2 por cento, traduzindo alguma reversão daquela evolução. A actual projecção aponta para um crescimento de 0.5 por cento em 2008 e de cerca de 1 por cento em 2009, uma evolução em linha com o perfil de recuperação da actividade económica, num contexto em que os custos salariais deverão apresentar um crescimento mais moderado do que o registado, em termos médios, no passado recente.

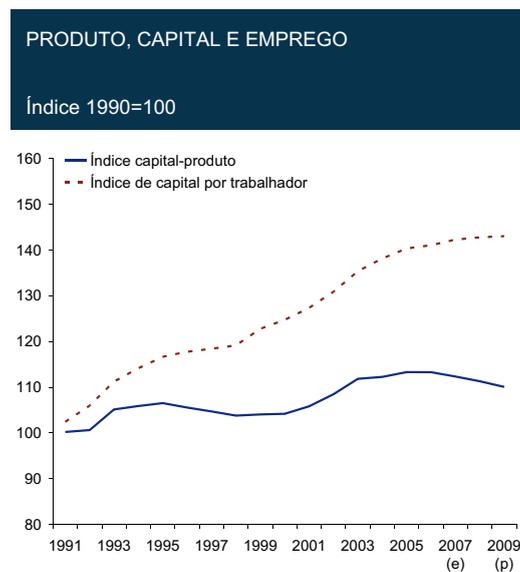
O crescimento do emprego total traduz essencialmente a evolução da componente privada (Gráfico 3.1.1), uma vez que se assume que o emprego das Administrações Públicas deverá manter a tendência de redução líquida do número de efectivos, a exemplo do que já aconteceu em 2006 e em 2007, embora a um ritmo substancialmente mais baixo.

No que diz respeito à produtividade aparente do trabalho, estima-se que tenha acelerado em 2007, após o fraco crescimento registado em 2006, reflectindo a recuperação da actividade económica num contexto de baixo crescimento do emprego. Em 2008 e 2009, projecta-se que a produtividade apresente um crescimento próximo da evolução média dos últimos anos.

Gráfico 3.1.1



Gráfico 3.2.1



3.2. Factores de crescimento económico

A evolução do investimento incluída na actual projecção continua a implicar um aumento moderado do *stock* de capital, próximo de 1 por cento ao ano, a exemplo do estimado para 2007. Esta evolução, num contexto de progressiva aceleração da actividade económica, determina uma ligeira redução do rácio capital-produto ao longo do horizonte de projecção, à semelhança do ocorrido na mesma fase do ciclo económico anterior. Por seu turno, a dotação de capital físico por trabalhador implícita na actual projecção exhibe um abrandamento no período 2006-2009, apresentando também alguma similitude com a evolução registada na mesma fase do ciclo económico anterior (Gráfico 3.2.1).

Os factores de crescimento da economia portuguesa podem ser quantificados no contexto de um exercício de contabilidade do crescimento do PIB. Este exercício, que não deverá ser utilizado para estabelecer uma relação de causalidade entre os diversos factores que lhe estão subjacentes, decompõe o crescimento económico na acumulação de factores produtivos (neste caso, trabalho e capital), e na sua utilização mais eficiente, ou seja, o aumento da produtividade total dos factores. Para efeitos de contabilidade do crescimento, no entanto, a medida da produtividade total dos factores refere-se tipicamente à parcela do crescimento económico que não é explicada pelo contributo dos factores produtivos utilizados na função de produção. A produtividade total dos factores é, assim, determinada de forma residual e inclui um conjunto amplo de elementos mais difíceis de medir, de onde se salientam a acumulação de activos intangíveis, os avanços nas técnicas de produção e na organização do trabalho, as modificações no enquadramento institucional e regulatório, e todas as alterações qualitativas dos próprios factores produtivos, com destaque para a evolução do capital humano⁵. Adicionalmente, importa referir que esta medida da produtividade total dos factores é afectada pelos erros de medição da quantidade dos factores efectivamente utilizados.

Num contexto de crescimento moderado do *stock* de capital e em que se projecta que o crescimento do emprego aumente gradualmente ao longo do horizonte, o aumento da produtividade total dos fac-

(5) A adequada identificação e estimação da função de produção é igualmente essencial para identificar os factores de crescimento económico. Para mais detalhes sobre o exercício de contabilidade do crescimento veja-se Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", *Boletim Económico*, Outono, Banco de Portugal.

tores voltará a ter um papel fundamental no crescimento da actividade económica em 2008 e em 2009, a exemplo do que já terá acontecido em 2007 (Gráfico 3.2.2). O contributo da produtividade total dos factores para o crescimento do produto aumentou de 0.3 p.p. em 2006 para 1.4 p.p. em 2007, esperando-se que se situe, em média, em 1.2 p.p. nos próximos dois anos. O aumento da produtividade total dos factores, além de traduzir a evolução pró-cíclica da taxa de utilização da capacidade produtiva, é compatível com a percepção de que estará em curso uma recomposição do tecido produtivo⁶. Em particular, no sector exportador, o aumento da concorrência nos mercados internacionais de mercadorias tem implicado um redireccionamento gradual de recursos para produtos com maior conteúdo tecnológico e de capital humano, em resposta à participação de novos intervenientes com custos unitários de produção reduzidos e com um padrão de especialização particularmente concorrencial com os sectores mais tradicionais das exportações portuguesas. Tal como tem sido referido, este processo deverá estar associado não apenas à substituição de empresas menos produtivas por empresas mais eficientes na utilização dos recursos, como também à criação de postos de trabalho com níveis de produtividade mais elevados, no âmbito de processos de reestruturação interna das empresas.

A comparação dos contributos médios dos diferentes factores de crescimento nos períodos 1993-1999 e 2003-2009 permite destacar algumas diferenças significativas entre as fases subsequentes aos dois últimos episódios recessivos (Gráfico 3.2.3). O menor crescimento do PIB nos anos posteriores à recessão de 2003, em relação ao crescimento que o PIB evidenciou nos anos posteriores à recessão de 1993, deverá ser caracterizado sobretudo por um menor contributo do crescimento dos factores produtivos trabalho e capital. No que respeita ao *stock* de capital, esta característica reflectirá a fraca dinâmica do investimento registada nos últimos anos, assim como a evolução no horizonte de projecção (ver Secção 4 *Procura*), o que contrasta com as elevadas taxas de crescimento que se verificaram no período subsequente à recessão de 1993.

No que respeita ao factor trabalho, o contributo no período após a recessão de 2003 é também substancialmente inferior ao registado no período subsequente à recessão de 1993. Refira-se que se as-

Gráfico 3.2.2

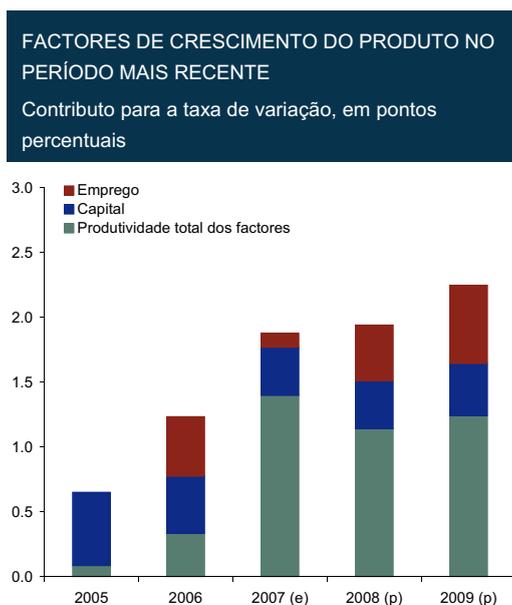
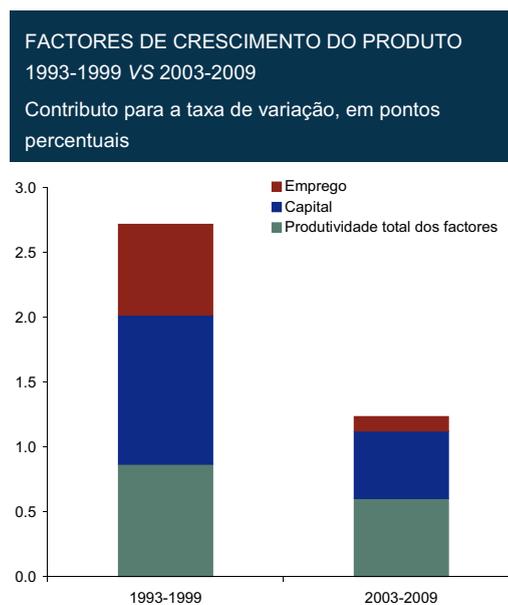


Gráfico 3.2.3



(6) Refira-se que um aumento da taxa de utilização da capacidade produtiva se reflecte positivamente sobre a produtividade total dos factores, na medida em que o factor capital é medido pelo *stock* de capital instalado e não pelo efectivamente utilizado na produção.

sume uma redução líquida do emprego no sector público ao longo do horizonte de projecção. Não obstante, o emprego no sector privado tem também apresentado um contributo inferior ao registado na mesma fase do ciclo económico anterior.

Finalmente, o contributo para o crescimento económico da produtividade total dos factores no período após a recessão de 2003 será apenas ligeiramente inferior ao registado após a recessão de 1993, reflectindo em particular uma evolução muito diferenciada nos três anos subsequentes à recessão, já que a evolução que se estima ter ocorrido em 2007 e a projectada para 2008 e 2009 é muito semelhante à registada na mesma fase do ciclo económico anterior.

4. PROCURA

4.1. Composição da despesa

A aceleração gradual da actividade económica de 1.9 por cento em 2007 para 2.0 e 2.3 por cento em 2008 e 2009, respectivamente, traduz em larga medida a evolução do contributo da procura interna, uma vez que o contributo das exportações líquidas deverá reduzir-se de 0.6 p.p. em 2007 para 0.5 p.p. em 2008 e 2009. O contributo da procura interna em 2008 deverá situar-se em 1.5 p.p., projectando-se um aumento para 1.8 p.p. em 2009 (1.3 p.p. em 2007). Este aumento decorre fundamentalmente das projecções para o sector privado, quer no que respeita a despesas de consumo, quer no que respeita a despesas de investimento (Gráfico 4.1.1).

Importa referir que no actual contexto de turbulência nos mercados financeiros internacionais a reavaliação do risco e o conseqüente aumento dos custos de financiamento dos bancos nos mercados por grosso poderão constituir factores limitativos das despesas de consumo e do investimento privados, seja por via da transmissão do acréscimo daqueles custos às taxas de juro dos empréstimos bancários, seja por via de uma menor disponibilidade de crédito ao sector privado induzida pelo lado da oferta, o que poderá implicar condições de financiamento mais restritivas do que as consideradas na projecção central. Com efeito, a informação qualitativa recolhida no âmbito do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito divulgado em Outubro aponta para que esteja em curso algum aperto das condições de concessão de crédito ao sector privado (ver Secção 7 *Análise de incerteza e riscos*)⁷.

A comparação do contributo das componentes da despesa para o crescimento do PIB em fases similares do ciclo económico põe em evidência algumas características particulares da actual fase de recuperação da actividade, não apenas no que respeita à sua dinâmica, como igualmente no que respeita ao papel dos diversos agentes económicos enquanto utilizadores finais dos bens e serviços produzidos. O dinamismo da actividade económica na actual fase de recuperação é claramente inferior ao registado após a recessão de 1993 (Gráfico 4.1.2). Ao nível da composição da despesa, as diferenças entre os dois ciclos económicos centram-se na procura interna, uma vez que as exportações terão registado um crescimento médio anual muito semelhante nos dois períodos em análise⁸.

No que diz respeito às famílias, o período subsequente à recessão de 1993 foi caracterizado por uma descida sustentada dos custos de financiamento e por uma crescente facilidade de acesso ao crédito, que terá favorecido um forte aumento do endividamento das famílias, que se encontrava então em níveis substancialmente inferiores, e que contribuiu de forma decisiva para o crescimento das despesas

(7) A este respeito ver "Caixa 1 A turbulência recente nos mercados financeiros internacionais" e o artigo "O sistema bancário português no decurso de 2007" publicados no *Boletim Económico*, Outono de 2007, Banco de Portugal.

(8) Refira-se, no entanto, que a evolução das exportações nos anos subsequentes à recessão de 1993 originou uma perda de quota de mercado de 0.6 por cento, em termos médios anuais, enquanto no período subsequente à recessão de 2003 a perda de quota de mercado se situa perto de 1.3 por cento.

Gráfico 4.1.1

DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO DO PIB NO PERÍODO MAIS RECENTE

Contributo para a taxa de variação, em pontos percentuais

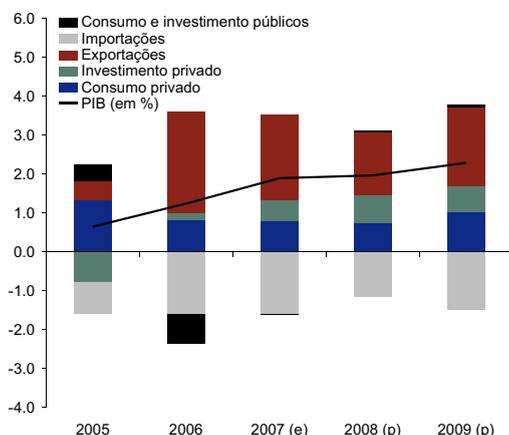
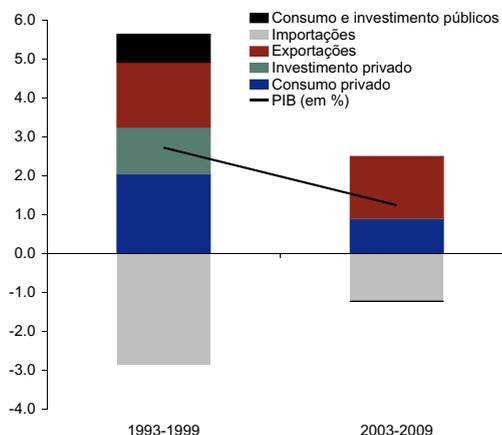


Gráfico 4.1.2

DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO DO PIB 1993-1999 VS 2003-2009

Contributo para a taxa de variação, em pontos percentuais



de consumo privado e investimento em habitação registados na segunda metade da década de 90. O contexto de subida das taxas de juro verificado a partir do final de 2005 e o nível de endividamento relativamente elevado tendem a restringir as respectivas despesas de consumo e de investimento em habitação.

O período subsequente à recessão de 1993 foi caracterizado por um contributo significativo da despesa pública para o crescimento do PIB. Em contraste, nos últimos anos, as medidas conducentes à correcção da situação de défice excessivo das Administrações Públicas, embora tenham sido fundamentais para assegurar o cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) e um crescimento económico sustentado no longo prazo, condicionaram o contributo do consumo e do investimento públicos para a evolução da despesa interna no curto prazo.

Por fim, o investimento empresarial tem registado no actual período de recuperação um contributo claramente inferior ao verificado após a recessão de 1993. No período subsequente à recessão de 1993, o investimento privado apresentou um crescimento muito significativo, que terá sido impulsionado por um aumento do *stock* de capital desejado decorrente, nomeadamente, da significativa redução dos custos de financiamento e de perspectivas mais favoráveis de crescimento da procura. Pelo contrário, as quedas sucessivas do investimento empresarial registadas no passado recente deverão ter correspondido a um ajustamento do *stock* de capital para níveis mais compatíveis com as perspectivas de crescimento tendencial da procura.

4.2. Consumo privado

Em 2007, o consumo privado deverá ter registado uma taxa de crescimento similar à do ano anterior, 1.2 por cento, apresentando um crescimento inferior ao do PIB. A variação do consumo privado deverá também ter sido inferior à do rendimento disponível real das famílias, pelo que se estima que a taxa de poupança tenha interrompido a tendência decrescente verificada nos anos mais recentes (Gráfico 4.2.1). A moderação das despesas de consumo das famílias nos últimos dois anos deverá estar associada ao efeito da subida gradual das taxas de juro e ao consequente aumento dos encargos da dívida, num contexto de endividamento relativamente elevado das famílias, assim como ao agravamento

da carga fiscal, nomeadamente ao nível dos impostos indirectos.

A actual projecção contempla a manutenção de um ritmo de crescimento moderado do consumo privado nos próximos dois anos, situando-se em 1.1 por cento em 2008 e 1.6 por cento em 2009. A projecção aponta igualmente para uma recuperação gradual da taxa de poupança até final do horizonte de projecção face aos mínimos estimados para 2006 e 2007. Tomando como referência para a área do euro os pontos médios dos intervalos de projecção publicados pelo BCE no *Boletim Mensal de Dezembro de 2007*, o crescimento das despesas de consumo das famílias em Portugal deverá manter-se inferior ao da área do euro até ao final do horizonte (Gráfico 4.2.2). A evolução do consumo privado em 2007 deverá ter resultado da conjugação de um abrandamento significativo do consumo de bens não duradouros e de um forte crescimento do consumo de bens duradouros. O perfil do consumo de bens duradouros ao longo do ano foi influenciado pela evolução das aquisições de veículos automóveis, que terá estado relacionada com as alterações de tributação sobre veículos que entraram em vigor em Julho. O indicador coincidente da tendência do consumo privado calculado pelo Banco de Portugal e o indicador de confiança dos consumidores da Comissão Europeia apontam para um perfil descendente do consumo privado na segunda metade de 2007 (Gráfico 4.2.3).

O consumo privado deverá crescer em 2008 a um ritmo similar ao estimado para 2007, em termos médios anuais, não obstante a ligeira aceleração projectada ao longo do ano. No entanto, refira-se que a evolução do indicador da situação financeira das famílias esperada para os próximos 12 meses, disponibilizado pela Comissão Europeia, aponta para uma virtual estabilização do consumo (Gráfico 4.2.4). No que diz respeito à evolução projectada para as principais determinantes do consumo privado, nomeadamente para o rendimento disponível real dos particulares, espera-se uma ligeira aceleração em 2008.

Para 2009, a actual projecção contempla uma aceleração do consumo privado, a qual estará associada a condições progressivamente mais favoráveis no mercado de trabalho, em particular alguma redução da taxa de desemprego e uma maior criação líquida de emprego, e a uma aceleração do rendimento disponível real, determinada em grande medida pela evolução dos salários reais. No entanto, os efeitos desfasados associados à subida das taxas de juro, no contexto de níveis relativamente elevados de endividamento e de desemprego, deverão continuar a actuar como factores moderadores das despesas de consumo das famílias.

Gráfico 4.2.1

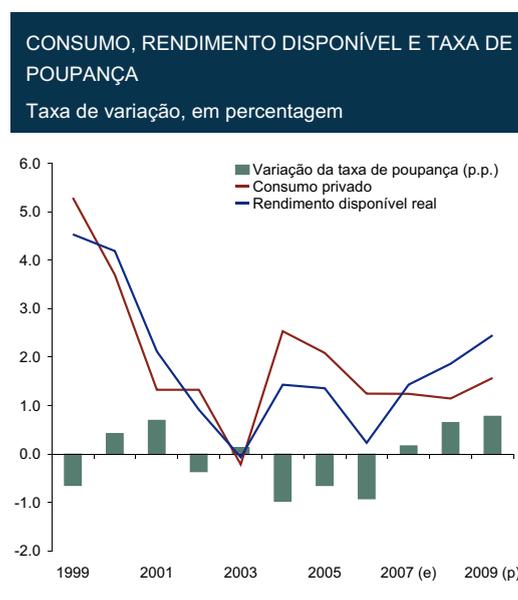


Gráfico 4.2.2

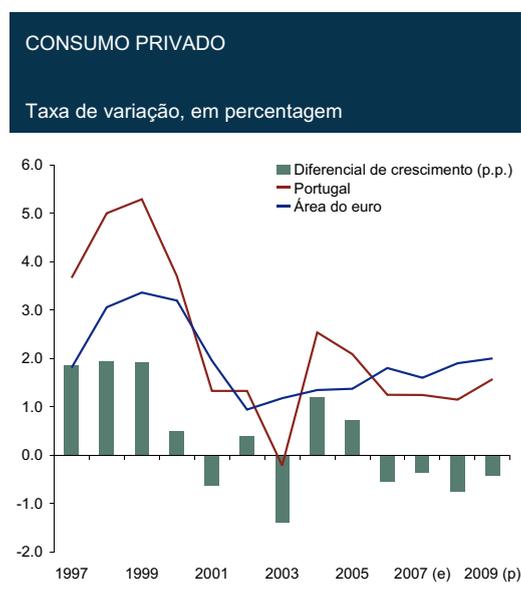
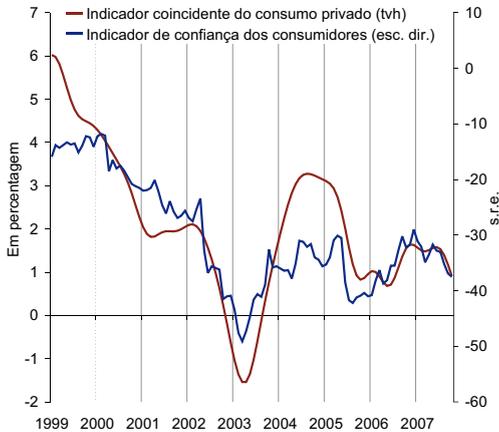


Gráfico 4.2.3

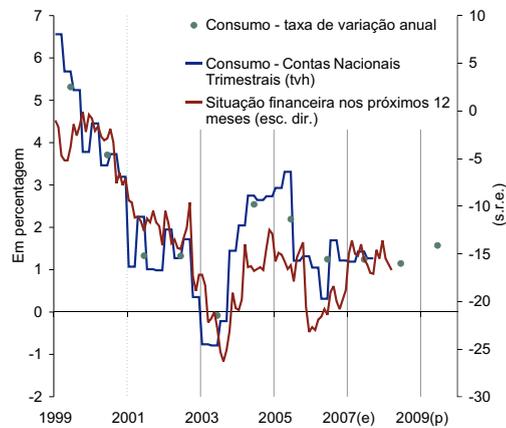
INDICADOR COINCIDENTE DO CONSUMO PRIVADO E CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.2.4

CONSUMO PRIVADO E SITUAÇÃO FINANCEIRA NOS PRÓXIMOS 12 MESES



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

Nota: A série referente à Situação financeira nos próximos 12 meses foi desfasada 6 períodos, isto é, os valores apresentados dizem respeito às respostas dadas 6 meses antes.

4.3. Formação bruta de capital fixo

A FBCF deverá ter registado um crescimento de 2.6 por cento em 2007, após sucessivos decréscimos registados nos últimos anos, que implicaram uma redução acentuada do peso da FBCF no PIB (Gráfico 4.3.1 e Gráfico 4.3.2). No que diz respeito à decomposição da FBCF por sectores institucionais, verifica-se um comportamento diferenciado. Por um lado, a FBCF empresarial terá dado um contributo importante para esta evolução, registando um comportamento em linha com o indicador global de confiança na indústria transformadora e com o indicador de carteira de encomendas divulgados pela Comissão Europeia (Gráfico 4.3.3). Por outro lado, refira-se que o investimento das famílias em habitação e a FBCF das Administrações Públicas terão registado em 2007 um crescimento virtualmente nulo.

A actual projecção contempla um crescimento mais forte da FBCF em 2008 e em 2009, face ao crescimento estimado para 2007, reflectindo a evolução favorável projectada para o investimento das famílias em habitação e para a FBCF empresarial, assim como a estabilização, em termos reais, do nível da FBCF das Administrações Públicas (ver Secção 2 *Hipóteses de enquadramento*). Assim, projecta-se um crescimento da FBCF de 3.3 por cento em 2008 e de 3.1 por cento em 2009. O ligeiro abrandamento projectado para o final do horizonte resulta na totalidade da dissipação do efeito de base associado ao perfil das aquisições de material de transporte aéreo incorporado para o ano de 2008, pelo que se projecta uma aceleração quando se tem em conta este efeito (Gráfico 4.3.4).

A actual projecção aponta para que a FBCF empresarial desempenhe um papel preponderante na recuperação da economia portuguesa, apresentando um crescimento claramente acima da actividade económica ao longo do horizonte de projecção e em linha com a relação entre esta componente e o crescimento do PIB privado (Gráfico 4.3.5). A melhoria das condições da procura observada em 2007 e o desenvolvimento favorável do processo de consolidação orçamental deverão contribuir para a melhoria do nível de confiança dos investidores ao longo do horizonte de projecção. Relativamente a 2008, a aceleração projectada para a FBCF empresarial, para 4.2 por cento, reflecte também o efeito de aquisições de material de transporte aéreo concentradas no primeiro semestre do ano. Em 2009,

Gráfico 4.3.1

DECOMPOSIÇÃO DA FBCF

Contributos para a taxa de crescimento, em pontos percentuais

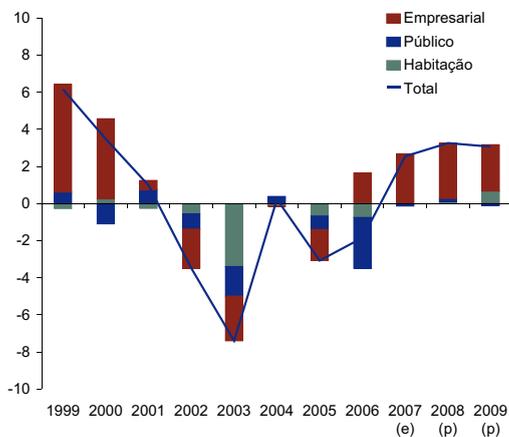


Gráfico 4.3.2

FBCF POR SECTOR INSTITUCIONAL

Em percentagem do PIB

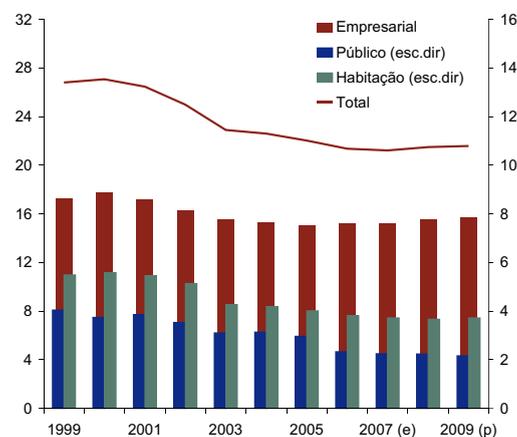


Gráfico 4.3.3

INDICADOR DE CONFIANÇA NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA E CARTEIRA DE ENCOMENDAS NA INDÚSTRIA

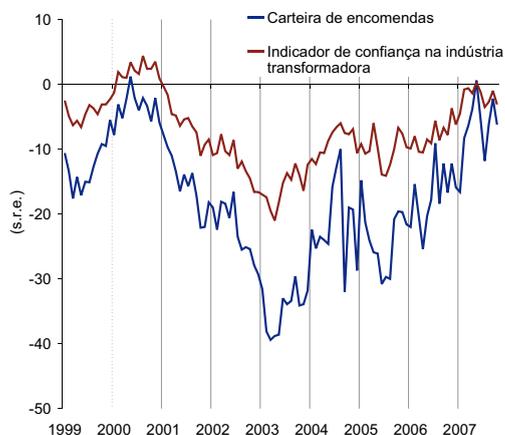
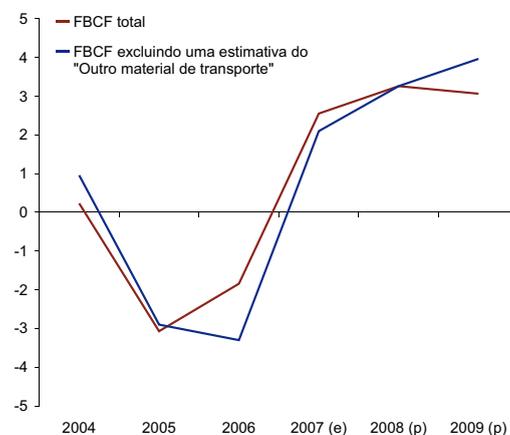


Gráfico 4.3.4

EVOLUÇÃO DA FBCF

Taxa de variação real, em percentagem

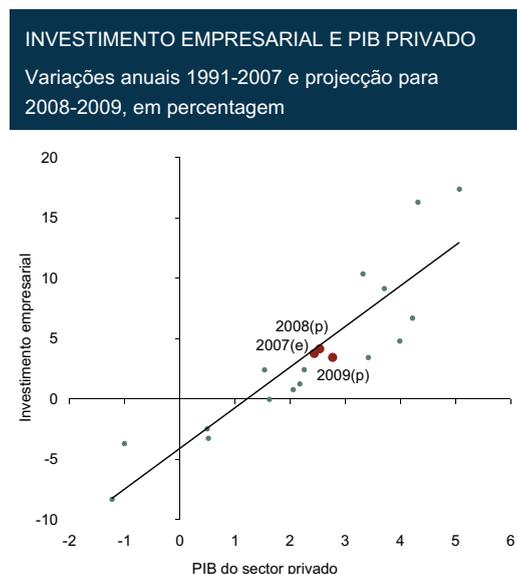


Fonte: Comissão Europeia.

prevê-se uma desaceleração para 3.5 por cento, a qual traduz o impacto do efeito de base do ano anterior, na medida em que a informação disponível não aponta para novas aquisições nesse ano.

A intensificação do crescimento da FBCF, em particular da componente empresarial, afigura-se como uma condição fundamental para assegurar uma recuperação sustentada da actividade económica. O comportamento da FBCF no passado recente terá reflectido a deterioração das perspectivas de crescimento da procura, num contexto de incerteza quanto ao processo de correcção dos principais desequilíbrios macroeconómicos. De acordo com os últimos dados disponíveis do Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE, publicado em Julho, a deterioração das perspectivas de venda continua a ser o principal factor limitativo ao investimento, mas a sua importância reduziu-se em 2007. Por outro lado, a dificuldade na obtenção de crédito e o nível das taxas de juro parecem apresentar uma impor-

Gráfico 4.3.5



tância crescente, embora ainda limitada. Estes factores assumem particular relevância no actual contexto de turbulência nos mercados financeiros internacionais que, de acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito divulgado em Outubro, contribuiu para que as instituições financeiras inquiridas tivessem tornado mais restritivos os critérios aplicados na concessão de empréstimos às empresas para financiamento de investimento no terceiro trimestre de 2007, existindo a expectativa que o mesmo viesse a ocorrer no quarto trimestre.

No que diz respeito ao investimento em habitação, projecta-se uma gradual recuperação ao longo do horizonte de projecção, em linha com a evolução mais favorável do rendimento disponível real e de alguma melhoria nas condições do mercado de trabalho e nos níveis de confiança das famílias. No entanto, a evolução desta componente do investimento deverá estar ainda condicionada pelas restrições orçamentais intertemporais das famílias decorrentes do significativo aumento do endividamento nos últimos anos, cujo impacto deverá ter sido acentuado com o aumento verificado nas taxas de juro no passado recente. Neste contexto, a actual projecção aponta para um crescimento do investimento em habitação de cerca de 0.6 por cento em 2008 e de 3.9 por cento em 2009, após 7 anos de sucessivas quedas, que em termos acumulados ascendem a cerca de 30 por cento.

4.4. Comércio externo

Em 2007, as exportações de bens e serviços terão contribuído de forma muito significativa para a recuperação da actividade económica, com as actuais estimativas a apontarem para uma taxa de crescimento de 7.0 por cento. As exportações ter-se-ão mantido como a componente mais dinâmica da procura global, sendo esperado um ganho de quota de mercado superior ao verificado em 2006. Este comportamento resultou, no entanto, de um menor dinamismo das exportações de mercadorias, que deverão registar uma desaceleração para 5.0 por cento, já que as exportações de serviços terão continuado a apresentar um crescimento muito elevado (12.4 por cento). A actual projecção contempla uma desaceleração das exportações reais de bens e serviços para 4.9 por cento em 2008, projectando-se para 2009 uma taxa de crescimento de 6.0 por cento, em linha com a evolução do indicador de procura externa. As exportações deverão deste modo registar um abrandamento face à sua evolução no passado recente, apesar de se manterem como a componente mais dinâmica da procura global.

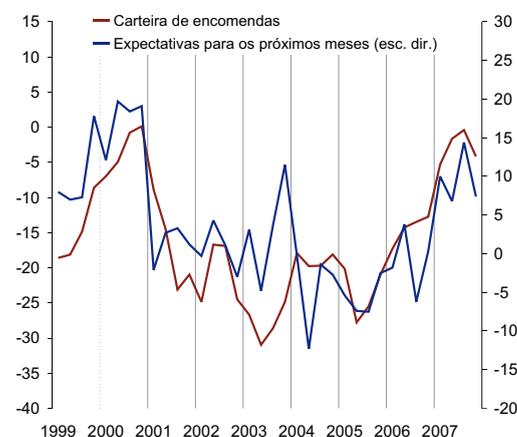
O comportamento das exportações em 2007 parece confirmar algumas tendências observadas no ano anterior. Assim, a estrutura das exportações de bens, em termos nominais, deverá ter continuado a reflectir o peso crescente de alguns sectores específicos, com destaque para as “Máquinas e aparelhos”. Por outro lado, à semelhança do que tem vindo a ocorrer em outros países, as exportações de serviços assumiram uma importância crescente, destacando-se em 2007 não apenas a manutenção do forte crescimento das exportações de turismo, como igualmente de outros serviços, como os relacionados com transportes ou com a prestação de serviços técnico-profissionais. A importância crescente deste sector é explicada em parte pela expansão de um mercado internacional de serviços, devido não apenas à redução dos custos de transporte e de comunicação, como também à possibilidade das empresas fragmentarem geograficamente as suas diferentes actividades, podendo deste modo usufruir das vantagens comparativas dos diferentes países.

O perfil de desaceleração das exportações registado ao longo do ano de 2007, embora ainda sujeito a um elevado grau de incerteza, comporta um crescimento no segundo semestre inferior ao dos principais mercados de destino das exportações portuguesas, o qual terá reflectido fundamentalmente o menor dinamismo das exportações de mercadorias, já que as exportações de turismo e outros serviços deverão ter continuado a apresentar um crescimento elevado. Esta evolução está em linha com os indicadores disponibilizados pela Comissão Europeia referentes às exportações no sector industrial, que apontam para alguma inversão da tendência ascendente no final do ano, quer das expectativas de exportação para os próximos meses, quer da carteira de encomendas para exportação (Gráfico 4.4.1).

A desaceleração projectada das exportações de bens e serviços, perante o crescimento registado em 2006 e 2007, tem como principal factor explicativo a evolução assumida para o indicador de procura externa dirigida às empresas portuguesas (ver Secção 2 *Hipóteses de enquadramento*), pelo que a quota de mercado, em termos médios, deverá permanecer relativamente estável (Gráfico 4.4.2). Em 2008, a evolução das exportações estará ainda a ser influenciada por dois efeitos adicionais com impactos opostos: por um lado, a desaceleração registada ao longo do ano de 2007 e, por outro, a aceleração das exportações de material de transporte, em meados de 2008, em resultado do início da produção de um novo modelo numa empresa de referência no sector. No horizonte da projecção, quer

Gráfico 4.4.1

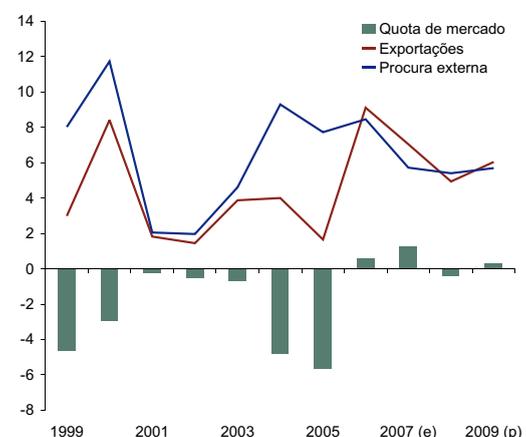
EXPORTAÇÕES: CARTEIRA DE ENCOMENDAS E EXPECTATIVAS



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 4.4.2

EXPORTAÇÕES E PROCURA EXTERNA
Taxa de variação, em percentagem



as exportações de mercadorias, quer as exportações de turismo e outros serviços deverão apresentar taxas de crescimento mais próximas do indicador relevante de procura externa. No caso das mercadorias, a actual projecção aponta para uma desaceleração em 2008, seguida de uma aceleração em 2009, enquanto que no caso do turismo e outros serviços, a projecção incorpora uma clara desaceleração até 2009, nomeadamente em comparação com as taxas de crescimento muito elevadas registadas em 2006 e 2007.

De acordo com as actuais projecções, as exportações continuarão a beneficiar do processo gradual de reconversão da indústria transformadora, estimulado pela acrescida concorrência nos mercados internacionais, bem como do redireccionamento gradual de recursos para segmentos de mercado de maior conteúdo tecnológico e de capital humano. No entanto, na medida em que o grau de sustentabilidade da dinâmica das exportações portuguesas não está confirmado, a estabilidade da quota de mercado das exportações poderá não se materializar, nomeadamente se o padrão de acentuada desaceleração das exportações no segundo semestre de 2007 assumir um carácter menos temporário do que o implícito na actual projecção. Sublinhe-se que o dinamismo da procura externa não está igualmente assegurado, uma vez que a persistência da actual situação de turbulência nos mercados financeiros internacionais poderá adiar decisões de investimento e de consumo a nível global e induzir um crescimento económico mundial inferior ao esperado. Neste contexto, a actual projecção comporta alguns riscos e incertezas, os quais são analisados em maior detalhe na Secção 7 *Análise de incerteza e riscos*.

Relativamente às importações de bens e serviços, estima-se que estas tenham desacelerado para 4.1 por cento em 2007, em resultado da desaceleração das importações de serviços, dado que o crescimento das importações de mercadorias deverá manter-se relativamente estável. Para 2008 e 2009 esperam-se taxas de crescimento das importações de bens e serviços de 2.9 e 3.7 por cento, respectivamente, em linha com a evolução projectada para o indicador de procura global ponderada (Gráfico 4.4.3). A desaceleração das importações em 2008 reflecte em grande parte a evolução esperada das exportações e do consumo de bens duradouros. À semelhança do que tem vindo a ocorrer nos últimos anos, espera-se que o crescimento real das importações continue acima do apresentado pela procura global ponderada, o que implica a manutenção da tendência ascendente da taxa de penetra-

Gráfico 4.4.3

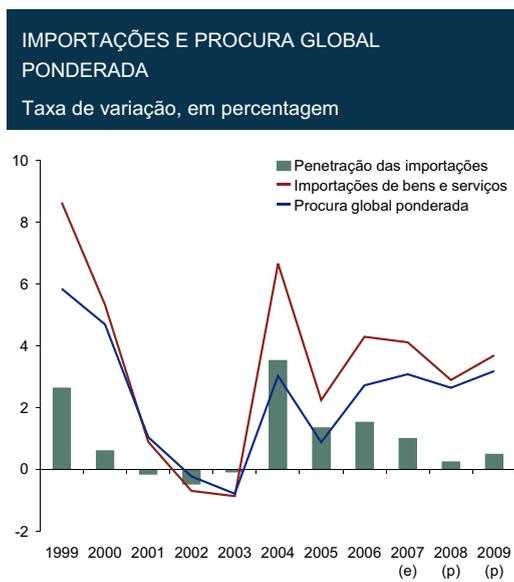
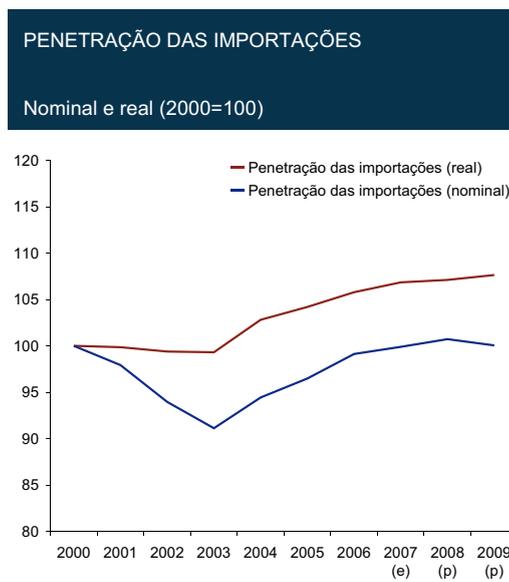


Gráfico 4.4.4



ção das importações na economia nacional (Gráfico 4.4.4). Esta tendência enquadra-se num contexto de crescente integração económica internacional, o que tende a implicar um aumento do conteúdo importado das diferentes componentes da despesa na economia nacional. Importa realçar que essa evolução tem sido particularmente pronunciada em termos reais, reflectindo a queda do preço relativo das importações.

5. INFLAÇÃO

A actual projecção aponta para uma manutenção da taxa de inflação em 2008 ao nível estimado para 2007, 2.4 por cento, seguida de uma descida para 2.0 por cento em 2009 (Quadro 1.1). Esta evolução implica uma redução do diferencial de inflação face à área do euro para níveis nulos ou muito reduzidos quer em 2008 quer em 2009, tomando como referência o ponto médio dos intervalos de projecção para a inflação na área do euro publicados no *Boletim Mensal de Dezembro* de 2007 do Banco Central Europeu (Gráfico 5.1).

No que respeita às expectativas dos agentes económicos, o indicador de tendência de evolução dos preços nos próximos 12 meses incluído nos inquéritos de opinião da Comissão Europeia aponta para que a descida da taxa de inflação estimada para 2007 tenha sido antecipada pelos consumidores ao longo do ano de 2006. Consta-se, no entanto, que desde o início do segundo semestre de 2007 as expectativas terão registado uma inversão, o que poderá estar a reflectir os impactos quer do aumento do preço do petróleo, quer do aumento de preços de alguns bens alimentares processados (Gráfico 5.2). O indicador disponibilizado pela *Consensus Economics* respeitante à inflação esperada para o ano seguinte apresenta uma maior estabilidade ao longo de todo o período, apontando para que as expectativas inflacionistas permaneçam em valores próximos de 2 por cento.

A redução da taxa de inflação em Portugal para 2.4 por cento em 2007 (3.0 por cento em 2006) reflectiu largamente a forte desaceleração dos preços dos bens energéticos, assim como um crescimento mais mode-

Gráfico 5.1

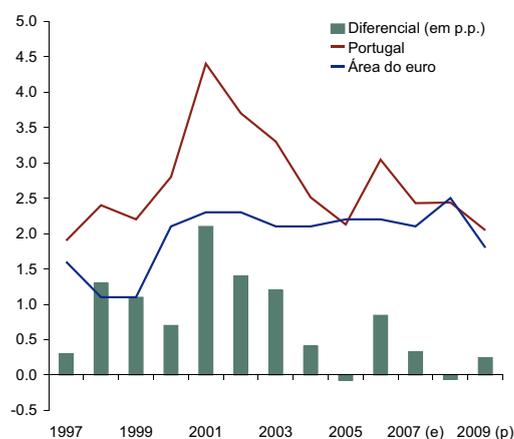


Gráfico 5.2

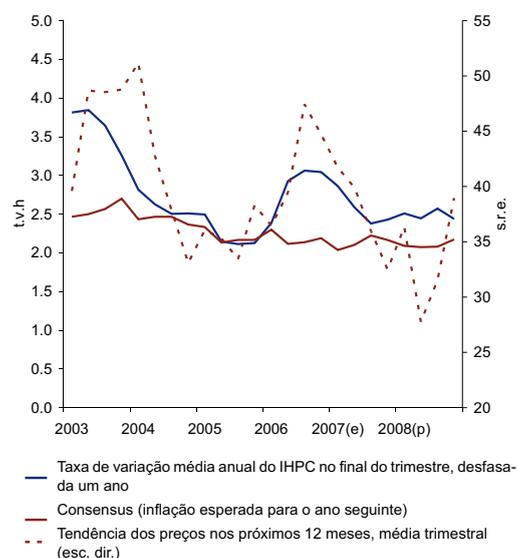
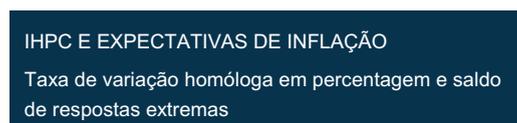
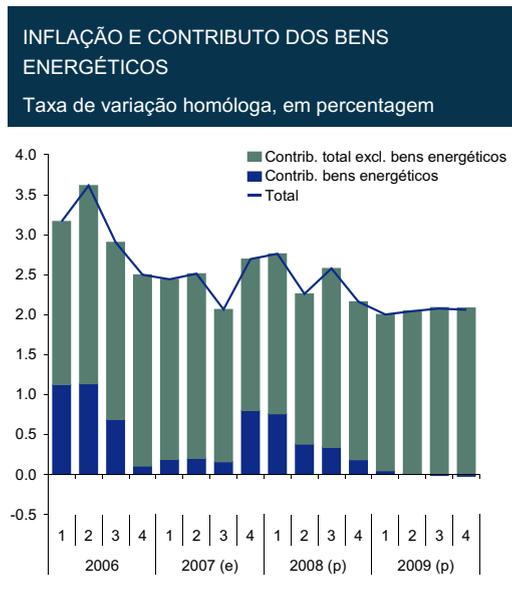


Gráfico 5.3



rado que o registado no passado recente dos custos unitários do trabalho no sector privado e uma evolução mais favorável dos preços de importação de bens não energéticos, associada a elevados níveis de concorrência decorrentes da crescente integração no comércio internacional de economias com custos unitários de produção reduzidos. A manutenção da taxa de inflação em 2008 reflecte um crescimento semelhante ao registado no ano transacto tanto da componente energética, como da componente não energética, enquanto que a sua redução para cerca de 2 por cento em 2009 traduz essencialmente a desaceleração do crescimento dos preços dos bens energéticos (Gráfico 5.3).

A actual projecção aponta para um crescimento da componente não energética do IHPC ligeiramente superior a 2 por cento ao longo do horizonte de projecção, reflectindo um crescimento dos preços de importação de bens não energéticos de cerca de 2 por cento, em termos médios anuais, no período 2007-2009, a par com um crescimento dos custos unitários do trabalho no sector privado também próximo desse valor. É de realçar que esta projecção incorpora a subida dos preços dos bens alimentares no último trimestre de 2007, a qual terá um impacto ascendente na taxa de inflação em 2008, mas cujos efeitos se deverão dissipar a partir do final desse ano.

Relativamente à componente energética do IHPC, espera-se a manutenção em 2008 de uma taxa de crescimento de cerca de 4 por cento. Esta evolução compreende efeitos opostos, com a aceleração assumida para o preço do petróleo em euros (de 0,8 por cento em 2007 para 15 por cento em 2008) a ser contrabalançada pela hipótese de manutenção do valor unitário do Imposto sobre Produtos Petrolíferos nos níveis de 2007, bem como por um aumento da electricidade inferior ao registado em 2007. O crescimento virtualmente nulo do preço dos bens energéticos em 2009 traduz essencialmente a hipótese de desaceleração do preço do petróleo, em linha com as expectativas implícitas nos mercados de futuros.

6. BALANÇAS CORRENTE E DE CAPITAL

As necessidades de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo rácio entre o saldo conjunto das balanças corrente e de capital e o PIB nominal, deverão reduzir-se de 8,2 por cento em 2007 para 7,3 por cento em 2008 e 6,4 por cento em 2009. Com excepção da balança de rendimentos, a evolução no período 2007-2009 resulta da melhoria do saldo de todas as principais rúbri-

cas, em particular do saldo da balança de bens e serviços (Gráfico 6.1).

A redução do desequilíbrio externo da economia portuguesa iniciada em 2007 interrompe a trajectória de agravamento que se observava desde 2004 e resultou fundamentalmente da melhoria do saldo da balança de bens e serviços, que mais do que compensou o aumento do défice da balança de rendimentos associado à progressiva deterioração da posição de investimento internacional da economia portuguesa e à subida das taxas de juro. As actuais projecções mantêm estas tendências basicamente inalteradas, esperando-se no caso da balança de rendimentos um agravamento do défice de 4.1 por cento em 2007 para 4.4 por cento em 2008 e uma ligeira redução para 4.2 por cento em 2009, reflectindo as hipóteses para a evolução das taxas de juro.

O défice da balança de bens e serviços deverá atingir 6.5 por cento do PIB em 2008 e 5.3 em 2009, o que compara com 6.7 por cento em 2007. Esta evolução está associada ao comportamento da componente não energética desta balança, uma vez que se estima que o valor das trocas de bens energéticos em percentagem do PIB permaneça relativamente estável (apresentando um défice de cerca de 4 por cento) (Gráfico 6.2).

De acordo com as actuais projecções, o crescimento do volume de exportações será superior ao das importações, não obstante a gradual aceleração da procura interna (ver Secção 4 *Procura*), traduzindo-se numa redução do desequilíbrio externo da economia portuguesa. No período 2008-2009, espera-se que os termos de troca da economia permaneçam globalmente estáveis, à semelhança do ocorrido em 2007. Esta evolução está no entanto condicionada pelas hipóteses assumidas para o preço do petróleo. Excluindo bens energéticos, a actual projecção contempla a manutenção de alguns ganhos de termos de troca nos próximos dois anos. Este comportamento reflectirá não apenas o impacto da crescente integração no comércio internacional de países com custos unitários de produção reduzidos, o que permite a manutenção de uma evolução moderada dos preços de importação de bens não energéticos, como também do crescimento significativo do deflator das exportações nacionais, num contexto em que estará em curso um redireccionamento gradual dos recursos para segmentos de mercado de maior conteúdo tecnológico e de capital humano⁹.

Gráfico 6.1

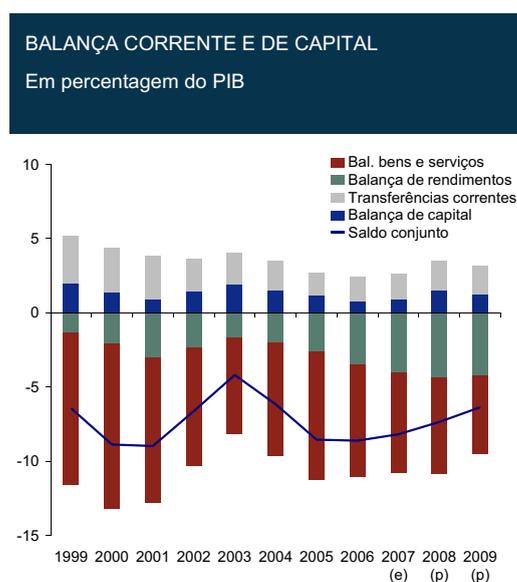
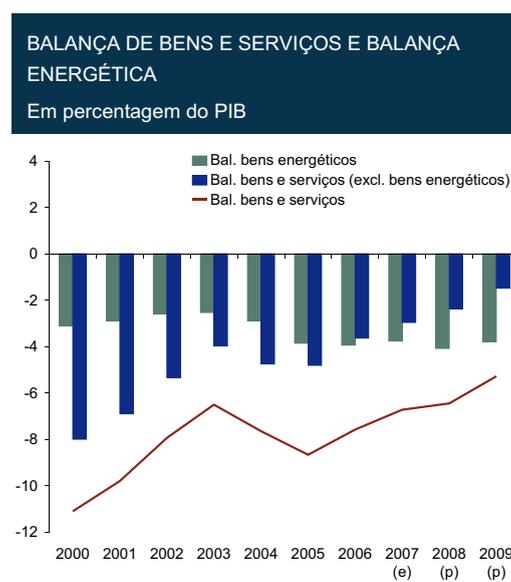


Gráfico 6.2



(9) A este respeito veja-se "Caixa 4.3 A evolução recente dos termos de troca de Portugal", *Relatório Anual* de 2006, Banco de Portugal, pp. 127-131.

Quanto ao conjunto das balanças de transferências correntes e de capital, espera-se que o excedente se situe em 2.6 por cento do PIB em 2007, 3.5 por cento em 2008 e 3.1 por cento em 2009. Esta evolução está relacionada com as transferências da União Europeia para Portugal, as quais deverão atingir um valor particularmente significativo em 2008, justificado pela concentração neste ano de verbas relativas ao novo período de programação financeira e de verbas relativas a períodos financeiros anteriores (ver Secção 2 *Hipóteses de enquadramento*).

7. ANÁLISE DE INCERTEZA E RISCOS

A projecção central é condicionada pelo conjunto de hipóteses apresentado na Secção 2. A não verificação destas hipóteses, assim como a possibilidade de ocorrência de factores específicos com impacto directo sobre o cenário macroeconómico determinam a existência de um conjunto de factores de risco e incerteza. Nesta secção apresenta-se uma avaliação quantitativa dos riscos para 2008 e 2009 em relação ao crescimento do PIB e respectivas componentes, assim como para a taxa de inflação¹⁰.

Os factores de incerteza e risco incluídos nesta avaliação quantitativa decorrem, por um lado, do contexto económico e financeiro internacional, o qual é caracterizado por uma elevada turbulência nos mercados financeiros, e pela persistência de desequilíbrios macroeconómicos globais. Por outro lado, considerou-se ainda o risco de perda de quota das exportações portuguesas ao longo do horizonte de projecção, à semelhança do que se estima ter acontecido na segunda metade de 2007.

7.1. Factores de risco

A actual conjuntura económica e financeira internacional permite identificar dois factores de risco distintos. O primeiro decorre da situação dos mercados financeiros internacionais, a qual tem sido caracterizada desde Julho de 2007 por uma elevada turbulência; o segundo resulta da possibilidade de o abrandamento da economia dos Estados Unidos ser mais acentuado do que o esperado, nomeadamente num contexto em que persistem desequilíbrios macroeconómicos à escala global e, em particular, nesta economia.

A situação de turbulência nos mercados financeiros induziu uma reavaliação significativa e abrupta do risco por parte dos investidores. Nas actuais projecções assumiu-se que a taxa de juro de curto prazo do mercado monetário se reduziria ao longo de todo o ano de 2008 e estabilizaria em 2009. No entanto, a persistência da situação de turbulência nos mercados financeiros para além do final 2007 e a eventual reversão da taxa de juro do mercado monetário apenas no segundo semestre de 2008 poderão traduzir-se não só em aumentos adicionais dos custos de financiamento, como ainda na utilização de critérios mais restritivos na aprovação de novos empréstimos e, conseqüentemente, na evolução do crédito ao sector privado¹¹. Esta situação tenderia a afectar negativamente as decisões de consumo e de investimento dos agentes a nível global e a induzir um crescimento da economia mundial inferior ao subjacente à projecção central, com impactos negativos na procura externa dirigida à economia portuguesa. A reapreciação do risco de crédito a nível mundial tem-se traduzido num aumento do custo de financiamento dos bancos nos mercados por grosso, constituindo assim um factor potencialmente limitativo do investimento, seja por via da transmissão desse acréscimo de custo às

(10) A metodologia seguida nesta análise foi publicada em A. Novo e M. Pinheiro (2003), "Uncertainty and Risk Analysis of Macroeconomic Forecasts", Working Paper 19, Banco de Portugal.

(11) A informação qualitativa recolhida no âmbito do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na Área do Euro aponta para que esteja em curso algum aperto das condições de concessão de crédito ao sector privado.

taxas de juro dos empréstimos bancários, seja por via de uma menor disponibilidade de crédito ao sector privado induzida pelo lado da oferta. É de sublinhar que esta situação poderá transmitir-se à actividade económica, existindo, contudo, uma elevada incerteza quanto à quantificação do seu impacto quer na área do euro, quer em Portugal. Neste contexto, considerou-se que a situação dos mercados financeiros determina a possibilidade dos custos de financiamento se apresentarem mais elevados e de a procura externa se revelar menos dinâmica; adicionalmente, consideraram-se riscos descendentes sobre o consumo e o investimento associados a um aperto das condições de financiamento no mercado interno.

O segundo factor de risco associado à actual conjuntura económica e financeira internacional decorre da possibilidade da economia dos Estados Unidos, que tem vindo a apresentar algum abrandamento, registar uma desaceleração mais brusca do que a esperada. A forma como se desenrolar o ajustamento em curso do mercado de habitação norte-americano e a intensidade do aperto das condições de financiamento no mercado hipotecário deverão ser as condicionantes mais imediatas da despesa das famílias. Este aspecto é tão mais relevante dado o contexto de fortes desequilíbrios externos globais, que podem implicar um ajustamento abrupto das taxas de câmbio. Este cenário de ajustamento tenderia a agravar a actual situação de turbulência dos mercados financeiros internacionais, reforçando os seus impactos em termos reais. Não obstante a elevada incerteza em torno destes cenários e dos respectivos impactos sobre a economia a nível global, se a apreciação da taxa de câmbio do euro face ao dólar norte-americano se materializar, essa evolução conduzirá provavelmente a uma perda de competitividade das economias europeias e a um menor dinamismo económico na área do euro, que não deixaria de afectar as exportações portuguesas, uma vez que cerca de 2/3 das exportações portuguesas se destinam ao mercado da área do euro. Adicionalmente, a apreciação da taxa de câmbio do euro poderá também favorecer as vendas de bens e serviços de economias não pertencentes à área do euro, em detrimento das exportações com origem em Portugal. Este factor levou assim a considerar o risco de uma apreciação do euro em termos efectivos e de uma procura externa menos dinâmica.

Finalmente, um factor adicional de risco da projecção é a possibilidade de se registarem perdas de quota das exportações portuguesas ao longo do horizonte, ao invés da estabilização da quota, em termos médios, incluída na projecção central. O perfil de desaceleração das exportações que se estima ter tido lugar ao longo do ano de 2007, traduziu-se num crescimento no segundo semestre inferior ao dos principais mercados de destino. A informação disponível não permite avaliar ainda a natureza desta evolução e, em particular, a sua persistência. Na eventualidade deste comportamento reflectir um fenómeno de natureza mais persistente, a actual projecção poderá não se materializar, implicando um comportamento menos dinâmico das exportações.

7.2. Quantificação dos factores de risco

O Quadro 7.2.1 apresenta uma avaliação da quantificação dos riscos identificados anteriormente, assente na definição de uma probabilidade subjectiva para a não materialização das hipóteses técnicas e para a eventual ocorrência de impactos específicos que possam afectar os agregados que são objecto da projecção. Neste contexto, considerou-se ao nível de riscos externos para 2008 uma probabilidade de 60 por cento de se verificar um menor crescimento da procura externa, uma apreciação da taxa de câmbio do euro e um nível mais elevado das taxas de juro de curto prazo. Para 2009, a probabilidade atribuída a estes riscos foi de 55 por cento no caso da procura externa, tendo-se considerado riscos equilibrados para a taxa de câmbio e para a taxa de juro. Ao nível interno, identificou-se uma probabilidade de 55 por cento em 2008 e 2009 de as taxas de crescimento do consumo privado, investimento e exportações ficarem aquém do considerado na projecção central.

O Quadro 7.2.2 e os Gráficos 7.2.1 e 7.2.2 apresentam os principais impactos dos riscos definidos sobre os agregados projectados, nomeadamente o PIB e as suas componentes, assim como a taxa de inflação. No que diz respeito à projecção para a actividade económica, a análise quantificada de riscos permite identificar um risco descendente, ou seja, os riscos considerados apontam para uma probabilidade de 66 por cento de o crescimento da actividade económica ficar abaixo da projecção central em 2008 e de 63 por cento em 2009. Este resultado decorre do facto da maior parte dos riscos identificados terem implicações directas sobre as componentes da procura global. No que se refere à taxa de inflação, os riscos surgem ligeiramente descendentes, reflectindo quer o impacto do risco de apreciação do euro sobre os preços dos bens importados, quer o efeito sobre os custos internos da eventualidade da procura interna se revelar mais fraca do que a incluída na projecção central.

Quadro 7.2.1

PROBABILIDADES SUBJECTIVAS DOS FACTORES DE RISCO

Em percentagem

	2008	2009
Variáveis condicionantes		
Taxa de câmbio	60	50
Taxa de juro	40	50
Procura externa	60	55
Variáveis endógenas		
Consumo privado	55	55
FBCF	55	55
Exportações	55	55

Quadro 7.2.2

PROBABILIDADE DE UMA REALIZAÇÃO INFERIOR À DA PROJEÇÃO CENTRAL

Em percentagem

	Pesos 2006	2008	2009
Produto Interno Bruto	100.0	66	63
Consumo privado	65.3	65	64
FBCF	21.4	64	65
Exportações	31.1	63	57
Importações	39.0	66	64
IHPC		54	54

Gráfico 7.2.1

PRODUTO INTERNO BRUTO

Taxa de variação, em percentagem

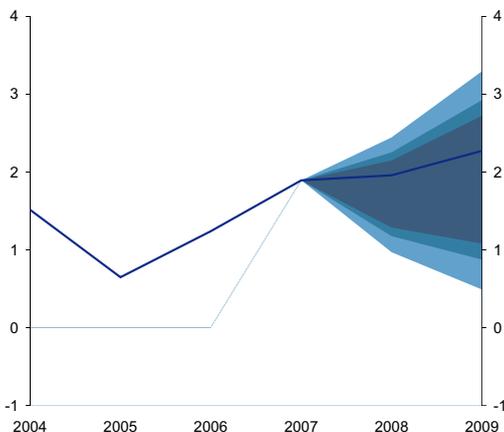
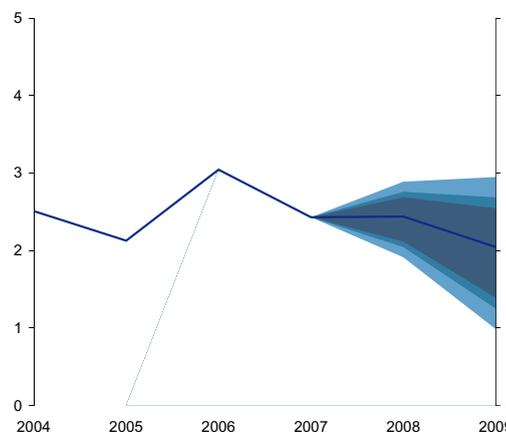


Gráfico 7.2.2

ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxa de variação, em percentagem



— Cenário central ■ Int. de confiança a 50% ■ Int. de confiança a 60% ■ Int. de confiança a 75%

8. CONCLUSÃO

A economia portuguesa manteve um perfil de recuperação em 2007, apoiado numa evolução mais favorável do investimento empresarial e num crescimento robusto das exportações de bens e serviços. Do lado da oferta, esta evolução terá traduzido um maior contributo da produtividade total de factores, explicado não só pela maior utilização da capacidade produtiva disponível, como também por alguma reestruturação do tecido empresarial no sentido de uma criação líquida de empresas mais produtivas.

A par desta recuperação gradual da actividade económica verificou-se uma correcção de alguns desequilíbrios. Com efeito, em 2007 observou-se algum ajustamento do desequilíbrio das contas externas, apesar dos choques desfavoráveis relacionados com o significativo aumento do preço do petróleo e a subida das taxas de juro ao longo dos últimos anos, e continuou-se o processo de consolidação orçamental, superando mesmo os compromissos assumidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Refira-se ainda que em 2007 continuou a desaceleração do consumo privado iniciada em 2006, a qual terá implicado a interrupção da tendência descendente da taxa de poupança das famílias observada nos anos mais recentes.

As actuais projecções contemplam, em linhas gerais, a manutenção de um processo de aceleração gradual da actividade económica e de correcção dos desequilíbrios anteriormente referidos, cuja concretização permitirá alcançar taxas de crescimento mais próximas das verificadas nos restantes países da área do euro, num contexto em que a inflação se reduz para cerca de 2 por cento. Um destaque especial deve ser dado à importância da continuação do processo de consolidação orçamental. Depois dos desenvolvimentos claramente favoráveis verificados nos últimos anos, a concretização plena dos compromissos assumidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, nomeadamente a prossecução do objectivo de médio prazo de um défice estrutural de 0.5 por cento em 2010, contribuirá para a definição de um regime macroeconómico orientado para a estabilidade, com consequências positivas sobre o crescimento da actividade económica a médio prazo.

As actuais projecções estão, no entanto, sujeitas a um nível de incerteza significativamente maior do que o habitual. O ano de 2007 ficou marcado por uma alteração abrupta da percepção de risco dos investidores a nível internacional, cujos efeitos na actividade económica não são fáceis de quantificar, tanto pela ausência de informação sobre a verdadeira dimensão do fenómeno como pela complexidade dos mecanismos de transmissão envolvidos e das soluções adequadas à sua resolução. Os efeitos sobre a economia portuguesa estarão, no essencial, dependentes da rapidez com que se verifique o retorno a uma situação de maior normalidade nos mercados financeiros internacionais, da magnitude final de uma reavaliação do risco de crédito e do grau de aperto da oferta de crédito. Adicionalmente, a possibilidade de uma desaceleração maior que a presente na economia norte-americana, num contexto de persistência de desequilíbrios macroeconómicos globais, poderá agravar significativamente o enquadramento económico a nível global e tenderá a reforçar os impactos da turbulência nos mercados financeiros internacionais. Assim, a possibilidade de se verificarem condições financeiras globalmente mais restritivas e de se assistir a uma deterioração do enquadramento externo, com reflexos na evolução dos principais mercados de destino das exportações portuguesas, constituem riscos claramente descendentes para a evolução da actividade económica em Portugal ao longo do horizonte de projecção.



ARTIGOS

O Efeito Riqueza Sobre o Consumo Privado na Economia Portuguesa

Investimento e Situação Financeira das Empresas Portuguesas

A Criação e Destruição de Emprego em Portugal

MIMO – Um Modelo Mensal Para a Inflação

O EFEITO RIQUEZA SOBRE O CONSUMO PRIVADO NA ECONOMIA PORTUGUESA*¹

Gabriela Lopes de Castro**

1. INTRODUÇÃO

Ao longo da década de 90 assistiu-se em Portugal a um crescimento significativo da riqueza das famílias, a par de um forte crescimento do consumo privado e de uma queda da taxa de poupança, que passou de valores próximos de 20 por cento no início dos anos 90 para valores de cerca de 10 por cento no final da década. Esta evolução não ocorreu somente em Portugal, sendo referido na literatura como um fenómeno comum a várias economias industrializadas².

A teoria económica, em particular a Teoria do Rendimento Permanente [Friedman (1957)] e a Hipótese do Ciclo de Vida [Modigliani e Brumberg (1954)], estabelece que a riqueza das famílias é um elemento fundamental para a determinação do consumo privado. De acordo com estes modelos, o nível de consumo privado é uma função da riqueza humana, medida como o valor presente do rendimento esperado ao longo da vida, e da riqueza financeira, correspondente ao *stock* de activos detido pelas famílias e ao respectivo rendimento. Desta forma, os consumidores tendem a alisar o consumo tendo em conta o rendimento esperado, recorrendo a empréstimos quando jovens, poupando durante a sua vida activa e consumindo a poupança acumulada durante a reforma. Assim, um aumento não antecipado da riqueza (quer humana, quer financeira) é distribuído pelo período de vida remanescente, aumentando não apenas o consumo corrente como também o consumo futuro, de forma a manter um padrão relativamente estável ao longo do tempo.

Com base na teoria do ciclo de vida vários autores desenvolveram modelos empíricos que permitem quantificar a relação entre o consumo, o rendimento e a riqueza agregados. Alguns trabalhos que merecem referência nesta área são, por exemplo, Ludvigson e Steindel (1999), Boone *et al.* (2001), Davis e Palumbo (2001), Mehra (2001), Bertaut (2002), Palumbo *et al.* (2002), Bayoumi e Edison (2003) e Donihue e Avramenko (2006). A maior parte da literatura existente nesta área apresenta evidência de um efeito significativo da riqueza sobre o consumo privado; no entanto, verifica-se alguma disparidade nos resultados, não só relativamente à magnitude da propensão marginal a consumir das várias componentes da riqueza, como também relativamente aos valores estimados para um mesmo país em diferentes estudos.

Compreender a relação entre alterações na riqueza das famílias e o comportamento do consumo privado é fundamental para interpretar o passado recente da economia portuguesa e prever o futuro. Este artigo tem como objectivo estimar o efeito riqueza sobre o consumo privado em Portugal, para o período de 1980 a 2005, distinguindo duas componentes da riqueza: o *stock* de habitação e a riqueza financeira. Pretende-se ainda testar se existe evidência empírica de alterações nos efeitos riqueza e rendimento sobre o consumo privado, em particular em resultado da liberalização financeira que ocorreu em Portugal no início da década de 90. Por último, pretende-se quantificar o efeito do aumento da

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade da autora não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

(1) A autora agradece os comentários e sugestões de Nuno Alves, Mário Centeno, Paulo Esteves, Ricardo Félix, Ana Cristina Leal e Carlos Robalo Marques. Todos os erros e omissões são da exclusiva responsabilidade da autora.

(2) Ver Bayoumi e Edison (2003) e Lusardi *et al.* (2001).

riqueza sobre o consumo privado ao longo dos anos 90, contribuindo para uma melhor compreensão dos factores que estiveram na origem do forte crescimento do consumo e da queda da taxa de poupança ao longo deste período.

A literatura sobre os efeitos riqueza no consumo para a economia portuguesa é praticamente inexistente o que se deve, em larga medida, ao facto de até há pouco tempo não existir uma série longa e homogénea da riqueza das famílias. A publicação de Cardoso e Cunha (2005) é um contributo importante, permitindo o desenvolvimento de estudos neste campo da análise macroeconómica em Portugal.

O artigo está organizado da seguinte forma. Na secção 2 é feita uma breve descrição do papel da riqueza no consumo privado e dos vários mecanismos de transmissão da riqueza financeira e da riqueza em habitação ao consumo das famílias. Na secção 3 é feita uma síntese da evolução temporal da riqueza das famílias em Portugal ao longo das últimas décadas. Na secção 4 é introduzido o modelo utilizado na análise. Na secção 5 são discutidos os resultados empíricos obtidos na estimação da relação de longo prazo e da equação dinâmica do consumo privado e implementados dois exercícios com o objectivo de quantificar o efeito do aumento da riqueza sobre o crescimento do consumo privado. A secção 6 sintetiza as principais conclusões.

2. O PAPEL DA RIQUEZA NO CONSUMO PRIVADO

O efeito riqueza sobre o consumo privado é tradicionalmente analisado recorrendo a modelos do tipo Ciclo de Vida com base no trabalho seminal de Modigliani e Brumberg (1954). De acordo com estes modelos, o consumo depende do rendimento corrente e esperado para o futuro (riqueza humana) e do *stock* de activos detidos pelas famílias e do respectivo rendimento (riqueza financeira), cuja acumulação reflecte fundamentalmente dois factores: poupança do rendimento corrente e alterações na valorização dos activos. Os principais canais de transmissão de um choque de riqueza sobre o consumo privado usualmente considerados são a venda de activos para financiar despesas de consumo e a utilização da riqueza como colateral na obtenção de crédito³. Por vezes é referido um canal adicional de transmissão ligado a variações nas expectativas de rendimento e riqueza futuras.

Um factor importante na análise do efeito da riqueza no consumo privado está ligado ao facto de a riqueza não ser homogénea, mas consistir em várias componentes com diferentes características quanto ao risco, colateral e liquidez. Uma parte importante da literatura sobre efeitos riqueza no consumo distingue os activos financeiros do *stock* de habitação e dentro dos primeiros, por vezes, a riqueza em acções é analisada separadamente. Alguns argumentos que justificam esta separação podem ser enumerados⁴. Em primeiro lugar, existem diferenças na liquidez dos activos. Por exemplo, os ganhos potenciais em valores mobiliários, como por exemplo, em obrigações e em acções, são tradicionalmente mais fáceis de realizar directamente do que os ganhos provenientes da valorização de imóveis, em particular, do aumento do preço da habitação. No entanto, este facto tem-se vindo a alterar em alguns países, uma vez que se tem tornado cada vez mais fácil recorrer a empréstimos com garantia hipotecária para outros fins que não habitação, com base em ganhos potenciais no mercado

(3) No caso da utilização da riqueza como colateral, o efeito sobre o consumo depende, em grande medida, do desenvolvimento e profundidade do mercado financeiro.

(4) Para mais detalhes ver Bayoumi e Edison (2003) e Case *et al.* (2001).

de habitação⁵. Em segundo lugar, a percepção por parte dos consumidores de alterações na riqueza como sendo temporárias ou incertas varia consoante se trate de riqueza em habitação ou riqueza em activos financeiros. Por exemplo, os preços de alguns activos financeiros, nomeadamente das acções e outras participações, tendem a ser mais voláteis que os preços da habitação, o que torna mais difícil avaliar se alterações no preço desses activos são permanentes ou temporárias e desta forma as famílias/instituições bancárias serão mais cautelosas ao pedir/conceder crédito contra aumentos deste tipo de riqueza do que da riqueza em habitação. Em terceiro lugar, a compra de habitação é em larga medida financiada por empréstimos, o que normalmente não se verifica no caso da compra de valores mobiliários. Consequentemente, um aumento do preço da habitação confere potencialmente um maior retorno líquido em percentagem do investimento das famílias do que um aumento no preço destes activos financeiros. Finalmente, as componentes da riqueza têm características diferentes do ponto de vista da sua acumulação por motivos de herança.

Os resultados empíricos apresentados na literatura para a estimação da propensão marginal a consumir dos diferentes tipos de riqueza não permitem concluir, de uma forma geral, qual dos efeitos terá um maior impacto sobre o consumo. Por exemplo, em em Case *et al.* (2001) são utilizados dados de painel para 14 países desenvolvidos para o período de 1975-1999 e um conjunto de dados de painel para os Estados Unidos para o período entre 1982 a 1999. Conclui-se que a influência do mercado de habitação sobre o consumo, quer para os Estados Unidos quer para o painel dos outros países desenvolvidos, parece ser mais importante que a influência do mercado accionista. Bayoumi e Edison (2003) concluem também que aumentos da riqueza em habitação têm um impacto sobre o consumo superior ao de aumentos na riqueza financeira. Em Campbell e Cocco (2005) são utilizados dados microeconómicos para o Reino Unido e conclui-se que existe um efeito importante dos preços da habitação no consumo. Por outro lado, em Ludwing e Slok (2002) é estudado o impacto dos preços das acções e da habitação sobre o consumo com dados para 16 países da OCDE. Uma das principais conclusões apresentadas é a de que o impacto de longo prazo da riqueza do mercado accionista no consumo privado é cerca de duas vezes maior do que o impacto de alterações na riqueza em habitação. Além de não serem homogéneos, alguns destes resultados são contestados em estudos recentes. Por exemplo, Attanasio *et al.* (2005), Aron e Muellbauer (2006) e Benito *et al.* (2006) atribuem a correlação presente nos dados entre evolução do consumo privado e mercado de habitação essencialmente à existência de factores comuns que influenciam o comportamento das duas séries e que normalmente não são considerados na análise.

Alguns estudos atribuem às características particulares de cada país, nomeadamente à natureza do sistema financeiro, os diferentes resultados obtidos na estimação da propensão marginal a consumir da riqueza. Estes estudos consideram dois tipos de economias: *bank-based* e *market-based*⁶. Nos sistemas *market-based* as famílias têm normalmente uma percentagem mais significativa da sua riqueza em activos financeiros, especialmente acções, e a distribuição e posse de acções nestas economias tende a ser mais dispersa. Nos países caracterizados por este tipo de sistemas financeiros, as

(5) No caso de Portugal e recorrendo à pergunta *ad-hoc* do "Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito" de Julho de 2006, verifica-se que o peso dos empréstimos às famílias garantidos por imóveis e utilizados para outros fins que não a aquisição de residência é pouco expressivo em Portugal, apesar de ter aumentado ao longo de 2006. De acordo com a resposta à questão "Com base na informação de que dispõe, que percentagem dos saldos por liquidar dos empréstimos às famílias garantidos por imóveis nos livros do seu banco estima que foi utilizada para outros fins que não a aquisição de uma residência principal?", quatro dos cinco grupos bancários que integram a amostra responderam que em relação a empréstimos para outros fins que não aquisição de residência essa percentagem era inferior a 10%; apenas um banco respondeu que se situava entre 10 e 20%.

Sobre a questão "Como compara a percentagem de empréstimos às famílias garantidos por imóveis, contraídos nos últimos 12 meses para outros fins que não a aquisição de uma residência principal, com a percentagem desses empréstimos no período de 12 meses precedente?" dois dos grupos bancários consideram que essa percentagem é "ligeiramente mais elevada" e um considerou que é "consideravelmente mais elevada", os restantes grupos bancários responderam que era "praticamente igual".

(6) As economias *bank-based*, como por exemplo a Alemanha e o Japão, caracterizam-se por mercados de capitais relativamente menos desenvolvidos em que apenas uma pequena parte das necessidades de financiamento das empresas são satisfeitas através da emissão de títulos. As empresas financiam-se essencialmente junto dos bancos que por sua vez cobrem as suas necessidades de refinanciamento através do banco central. Por sua vez, nas economias *market-based*, como por exemplo os Estados Unidos e o Reino Unido, as empresas para fazer face às suas necessidades de financiamento recorrem à emissão de títulos (acções, obrigações, papel comercial, etc) que são directamente adquiridos pelos investidores.

famílias tendem a ter mais facilidade em aceder a empréstimos utilizando como colateral os seus activos (*equity withdrawal*), dada a maior profundidade do mercado financeiro e o maior número de instrumentos financeiros disponíveis. Por conseguinte, é muitas vezes referido que o efeito riqueza sobre o consumo será mais significativo em sistemas *market-based* do que em sistemas *bank-based*. Neste sentido, é mencionado que a propensão marginal a consumir da riqueza deve aumentar ao longo do tempo, à medida que os mercados financeiros se vão tornando mais desenvolvidos.

Por exemplo, em Ludwing e Slok (2002) conclui-se que os resultados sugerem um maior impacto de alterações no preço das acções no consumo nas economias com sistemas financeiros *market-based* por oposição às economias com sistemas *bank-based* e um aumento do impacto do mercado accionista no consumo ao longo do tempo, seja em economias *market-based* seja em economias *bank-based*. Em Boone *et al.* (1998), é apresentado um estudo sobre o impacto das flutuações do mercado accionista sobre o consumo para os principais países da OCDE. Conclui-se que o efeito do mercado accionista sobre o consumo é maior nos Estados Unidos que nos outros países do G7, especialmente nos países da Europa continental. As razões apontadas para este resultado são o menor peso das acções nos activos das famílias, uma menor igualdade na sua distribuição e a liberalização financeira mais tardia. Em Slacalek (2006) conclui-se também que o efeito riqueza sobre o consumo é superior em países com maior capitalização do mercado accionista.

Finalmente, importa ainda referir alguns trabalhos empíricos que estudam o efeito da liberalização dos mercados financeiros no consumo privado, em particular o efeito sobre as elasticidades riqueza e rendimento. Em Barrell e Davis (2004) é apresentada a estimação de uma função consumo para sete países industrializados e conclui-se que após a liberalização financeira o consumo passou a apresentar uma menor dependência do rendimento e uma dependência acrescida da riqueza. Em Boone *et al.* (2001) conclui-se que a liberalização financeira teve um impacto significativo sobre o efeito riqueza no consumo privado nos Estados Unidos, Reino Unido e Canadá, enquanto para França e Itália os resultados não são conclusivos.

3. EVOLUÇÃO DA RIQUEZA DAS FAMÍLIAS EM PORTUGAL

Esta secção apresenta uma breve descrição da evolução da riqueza das famílias em Portugal ao longo das últimas décadas. Para uma descrição e uma comparação internacional mais detalhadas ver Cardoso e Cunha (2005).

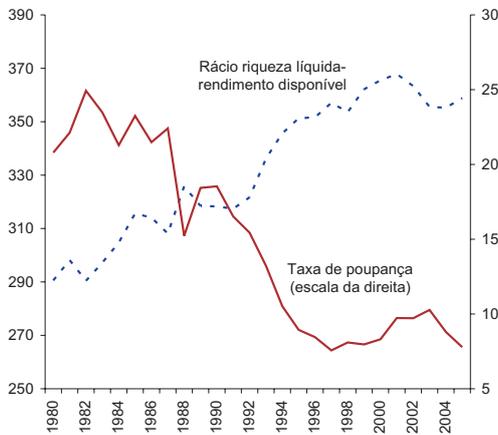
Ao longo dos anos 90 assistiu-se a um aumento muito significativo da riqueza das famílias em vários países, em grande medida impulsionado pela forte valorização dos activos, à qual está muitas vezes associado uma redução da taxa de poupança⁷. Esta evolução, largamente referida na literatura, é também sugerida pelos dados para Portugal (Gráfico 1).

O património bruto das famílias em percentagem do seu rendimento disponível aumentou ao longo dos últimos 25 anos, de cerca de 320 por cento no início dos anos 80 para cerca de 480 por cento no período mais recente (Quadro 1). Este aumento foi significativamente mais marcado no caso dos activos financeiros, em particular na componente acções e outras participações, o que implicou uma alteração significativa da composição do património das famílias. Efectivamente, no início dos anos 80 a habitação pesava cerca de 63 por cento do total do património das famílias, mas ao longo dos anos 90 esta tendência alterou-se, estando agora a maior percentagem concentrada em activos financeiros, com um peso de cerca de 56 por cento. Importa ainda referir que, não obstante o forte aumento do

(7) Por exemplo, em Lusardi *et al.* (2001) é referido que as estimativas macroeconómicas apresentadas na literatura sugerem que o aumento da riqueza ocorrido via apreciação do mercado accionista nos Estados Unidos de 1988 a 2001 reduziu a poupança em cerca de 3.4 a 4.6 pontos percentuais, entre 40 a 50% da queda da poupança privada desde 1988.

Gráfico 1

RÁCIO DA RIQUEZA LÍQUIDA DAS FAMÍLIAS NO RENDIMENTO DISPONÍVEL E TAXA DE POUPANÇA
Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

passivo das famílias, a riqueza líquida registou um crescimento significativo ao longo do período em análise, mantendo um perfil ascendente até final dos anos 90, seguido de uma relativa estabilização nos anos mais recentes.

Esta evolução não ocorreu somente em Portugal. De facto, em países como a Itália, Reino Unido, Estados Unidos, Espanha e França observaram-se também aumentos significativos da riqueza das famílias em percentagem do rendimento disponível, particularmente na segunda metade dos anos 90, quer na componente habitação quer na componente financeira. No entanto, tal como em Portugal, esse aumento foi na maior parte destes países mais acentuado na riqueza financeira, pelo que o peso da componente habitação no total dos activos diminuiu.

Da evolução do património das famílias portuguesas em activos financeiros destaca-se a componente acções e outras participações que apresentou um crescimento muito acentuado, tendo passado de cerca de 20% do rendimento disponível no início da década de 80 para 80% em 2000⁸. O processo de privatizações iniciado no final dos anos 80, e que ocorreu sobretudo na segunda metade dos anos 90,

Quadro 1

RIQUEZA DAS FAMÍLIAS E ENDIVIDAMENTO
Em percentagem do rendimento disponível

	Riqueza bruta	Dos quais:			Passivos financeiros	Riqueza líquida
		Activos financeiros	Acções e outras participações	Activos não financeiros		
1980-1985	321	117	16	204	22	299
1986-1990	346	146	25	200	29	317
1991-1995	374	177	40	197	40	334
1996-2000	437	236	71	201	79	358
2001-2005	477	266	76	211	117	360

Fonte: Cardoso e Cunha (2005), "Household wealth in Portugal: 1980-2004", Working Paper nº 4, Banco de Portugal.

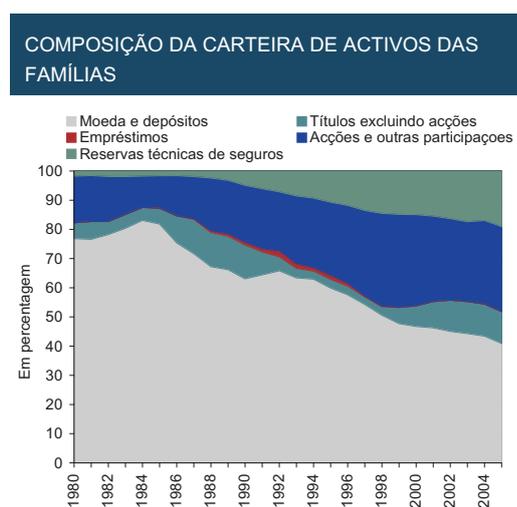
(8) Importa realçar que a componente acções e outras participações inclui as participações em fundos de investimento, das quais uma percentagem importante são aplicações em fundos de obrigações.

bem como a evolução dos preços no mercado accionista, contribuíram para a crescente importância da componente acções na carteira das famílias em Portugal. No que diz respeito à composição dos activos financeiros das famílias, importa ainda referir a tendência crescente do peso da componente reservas técnicas de seguros, nomeadamente os seguros de vida e fundos de pensões, a partir de meados da década de 90 (Gráfico 2).

O património das famílias em habitação em percentagem do seu rendimento disponível não registou um crescimento tão acentuado como o verificado pelos activos financeiros, tendo aumentado de cerca de 200 por cento na década de 80 para 212 por cento em 2005. O crescimento da procura de habitação por parte das famílias foi especialmente elevado na segunda metade da década de 90, ao qual deverá ter estado associada a redução permanente das taxas de juro nominais e reais e as expectativas de um crescimento económico favorável. Nos anos mais recentes assistiu-se a uma forte redução do investimento em habitação, induzida em parte pelas restrições orçamentais intertemporais das famílias decorrentes dos elevados níveis de endividamento em percentagem do rendimento disponível.

Apesar do crescimento verificado na riqueza em habitação, as famílias portuguesas continuam a ser, de acordo com os dados apresentados em Cardoso e Cunha (2005) para Alemanha, Espanha, França, Itália e Reino Unido, as que apresentam um peso mais baixo da componente habitação na sua carteira de investimentos e um menor património em habitação em percentagem do seu rendimento disponível. Por exemplo, em países como a Espanha, a França e o Reino Unido a riqueza em habitação em percentagem do rendimento disponível aumentou de 1995 para 2003 cerca de 260, 80 e 163 pontos percentuais (p.p.), respectivamente. Um dos factores que é importante ter em conta na explicação deste resultado é o elevado crescimento dos preços da habitação verificado nestes países nos últimos anos, por oposição ao crescimento moderado evidenciado pelos dados disponíveis para Portugal (Gráfico 3)⁹.

Gráfico 2

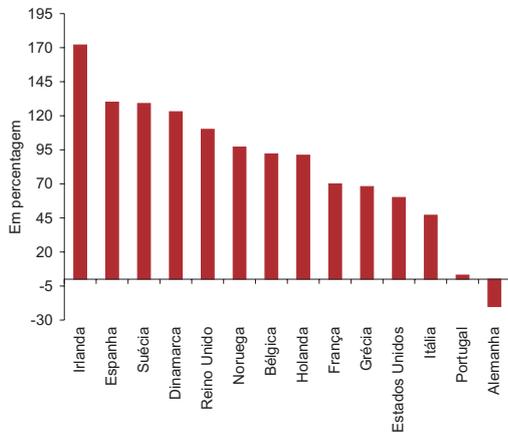


Fonte: Banco de Portugal.

(9) A série da riqueza em habitação das famílias em Portugal publicada em Cardoso e Cunha (2005) foi valorizada utilizando o deflador da Formação Bruta em Capital Fixo em habitação enquanto a série apresentada no Gráfico 3 corresponde ao índice publicado pelo Confidencial Imobiliário. No entanto, as duas séries não diferem significativamente.

Gráfico 3

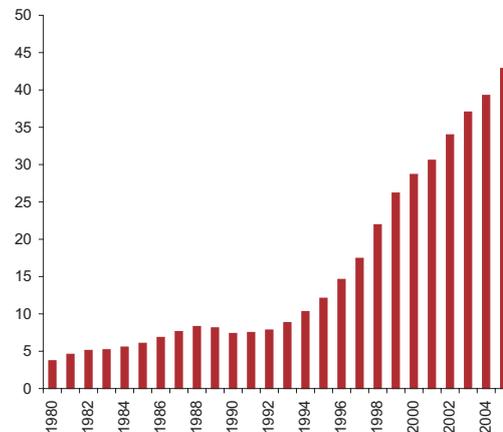
VARIAÇÃO DO PREÇO REAL DA HABITAÇÃO AO LONGO DOS ÚLTIMOS 10 ANOS (1996-2006)



Fonte: Morgan Stanley "Financial innovation and European Housing and Mortgage Markets" Julho 2007.

Gráfico 4

EMPRÉSTIMOS PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO
Em percentagem da riqueza em habitação



Fonte: Banco de Portugal.

Adicionalmente, no que se refere aos passivos financeiros das famílias, o rácio entre os valores do crédito à habitação e do património em habitação em Portugal mostra que há um acréscimo significativo da proporção do valor das habitações obtidas por recurso a empréstimos bancários a partir da segunda metade da década de 90 (Gráfico 4). Este rácio que era de aproximadamente 5 por cento nos anos 80 passou para cerca de 40 por cento em 2005, o que explica a tendência de redução acentuada do património das famílias em habitação não hipotecada em percentagem do rendimento disponível.

Desta forma, o aumento verificado no património das famílias em activos financeiros e em habitação foi acompanhado por um forte crescimento do endividamento, que passou de cerca de 25 por cento do rendimento disponível na década de 80 para cerca de 130 por cento em 2005, situando-se nesta data entre os mais elevados da União Europeia.

4. O MODELO

Desde o artigo de Hall (1978) que uma grande parte da literatura sobre consumo considera que as decisões de consumo são determinadas através de um processo de optimização intertemporal de um consumidor representativo, com um comportamento *forward-looking*, cujo rendimento futuro está sujeito a incerteza. Este tipo de modelos, onde se inclui a Teoria do Rendimento Permanente e a Hipótese do Ciclo de Vida, postulam um modelo simples constituído por uma função consumo com o rendimento do trabalho e a riqueza das famílias como determinantes. De acordo com estas teorias, o consumo é determinado em função do rendimento permanente, definido como o valor actualizado da riqueza, incluindo a riqueza humana (rendimento do trabalho) e a riqueza não humana (*stock* de activos financeiros e habitação) que normalmente é designada por riqueza financeira. Desta forma, o consumo varia de acordo com flutuações não antecipadas no rendimento permanente, mas praticamente não sofre alterações com flutuações transitórias no rendimento corrente.

A metodologia tradicional de estimação do efeito riqueza sobre o consumo privado baseia-se na hipótese de existência de uma relação de cointegração entre o consumo agregado (c_t), a riqueza financeira (a_t) e o rendimento do trabalho agregado (y_t), utilizando uma relação do tipo¹⁰:

$$c_t = \alpha + \beta a_t + \delta y_t + u_t$$

em que as letras minúsculas representam os logaritmos e os parâmetros β e δ traduzem as elasticidades do consumo à riqueza e ao rendimento, respectivamente¹¹.

Existindo uma relação de cointegração entre as variáveis anteriores, poderemos obter estimativas consistentes para β e δ utilizando, por exemplo, o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS). A existência de uma relação de cointegração é uma propriedade importante, pois a estimação dos parâmetros de cointegração com OLS é robusta à presença de endogeneidade nos regressores [Ver Phillips e Durlauf (1986)]. Na secção seguinte será testada a existência de uma relação de cointegração com base na equação anterior e estimadas as elasticidades e as propensões marginais a consumir do rendimento disponível e da riqueza.

5. RESULTADOS EMPÍRICOS

As séries utilizadas neste estudo correspondem às séries trimestrais para a economia portuguesa publicadas no Boletim Económico do Banco de Portugal de Junho de 2006, para o período 1980T1 a 2005T4 e a série da riqueza das famílias publicada em Cardoso e Cunha (2005).

Uma questão importante e largamente discutida na literatura é a escolha da série de consumo a utilizar. É muitas vezes referido que a definição de consumo implícita nos modelos de ciclo de vida não é observável¹², pois para além de incluir o consumo de bens não duradouros e serviços inclui também o serviço associado ao consumo de bens duradouros. Neste contexto, é muitas vezes utilizada como aproximação a série do consumo de bens não duradouros e serviços dado que, na maior parte dos casos, não existe disponível uma série de serviços associados ao consumo de bens duradouros. Neste estudo foi seguida esta abordagem, pelo que a série de consumo utilizada representa cerca de 90% do consumo total das famílias portuguesas.

Na literatura sobre estimação de funções consumo é também normalmente discutida qual a série de rendimento que deve ser usada. De acordo com a teoria económica, a série a usar deveria corresponder aos rendimentos do trabalho líquidos de impostos, como é utilizado por exemplo em Lettau e Ludvigson (2003). No entanto, muitas vezes é utilizado o rendimento disponível como aproximação por não estar disponível uma série de rendimentos do trabalho líquidos de impostos (veja-se por exemplo, Bayoumi e Edison (2003)). Neste estudo foi seguida esta abordagem¹³.

A série da riqueza das famílias publicada em Cardoso e Cunha (2005) está disponível em periodicidade anual, de 1980 a 2004, pelo que teve que ser prolongada para 2005 e desagregada para periodicidade

(10) Em Lettau e Ludvigson (2001,2004) pode ser vista uma justificação teórica para a abordagem de cointegração, baseada na aproximação *log-linear* da restrição orçamental intertemporal do consumidor representativo.

(11) Normalmente estima-se a relação entre consumo, rendimento e riqueza com as variáveis em logaritmo. Por um lado, as variáveis em questão são tipicamente integradas de ordem um e a sua primeira diferença é integrada de ordem zero apenas em logaritmos e não em níveis, por outro lado, a estimação em níveis origina muitas vezes problemas de heterocedasticidade.

(12) Uma das hipóteses subjacentes a estes modelos é da separabilidade da utilidade ao longo do tempo, o que significa que a taxa marginal de substituição entre dois períodos é independente do nível de consumo em qualquer outro período. Esta hipótese exclui pelo menos dois fenómenos importantes: a formação de hábitos no consumo e os bens duradouros.

(13) A conta do rendimento disponível das famílias não permite retirar directamente os rendimentos do trabalho, uma vez que a parte referente aos trabalhadores por conta própria não se encontra individualizada mas está contabilizada na rubrica rendimentos de empresa e propriedade.

dade trimestral¹⁴. Esta série inclui os activos e os passivos financeiros e a habitação. O *stock* de habitação resulta da aplicação do método do inventário permanente que consiste na acumulação da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em habitação a preços constantes de um determinado ano e na aplicação de uma taxa de amortização linear. O *stock* de habitação é posteriormente valorizado a preços de mercado, utilizando o deflador da FBCF em habitação. Em Cardoso e Cunha (2005) é referido que a utilização do deflador da FBCF em habitação na valorização do *stock* de habitação não está isenta de alguns problemas dada a falta de informação sobre a compra de habitação em Portugal, sobretudo para os anos mais longínquos¹⁵.

Na análise apresentada ao longo deste estudo são consideradas três medidas de riqueza: (i) riqueza total líquida das famílias, isto é, os activos financeiros e a habitação descontados dos passivos financeiros; (ii) riqueza financeira líquida, os activos financeiros descontados dos passivos financeiros exceptuando os empréstimos para aquisição de habitação; e (iii) riqueza em habitação não hipotecada, ou seja, *stock* de habitação descontado dos empréstimos para aquisição de habitação.

Antes de se proceder à estimação da relação de longo prazo importa verificar a ordem de integração das séries e testar a existência de uma relação de cointegração entre o consumo de bens não duradouros, o rendimento disponível e a riqueza. No sentido de testar se estas variáveis são estacionárias em torno de uma tendência linear ou se têm uma tendência estocástica foram feitos testes de raízes unitárias para o logaritmo destas variáveis. Os resultados obtidos são consistentes com a existência de uma raiz unitária em todas as séries (ver Anexo A).

Uma vez que as séries utilizadas são integradas de ordem 1, $I(1)$, pode-se testar a existência de uma tendência comum nestas variáveis¹⁶. Neste contexto foram implementados dois tipos de testes, o teste de Shin que postula como hipótese nula a existência de cointegração e o teste Dickey-Fuller aumentado (ADF) que postula como hipótese nula a ausência de cointegração.

Para o caso do teste ADF podemos concluir que, para um ensaio a 5%, a ausência de cointegração é rejeitada na especificação com a riqueza líquida agregada enquanto na especificação com a riqueza desagregada já não é possível rejeitar a ausência de cointegração a 5%, mas estamos muito próximos da rejeição a 10% (ver Anexo B). No caso do teste de Shin, a hipótese nula de existência de cointegração não é rejeitada em nenhum dos casos, independentemente do número de *leads* e *lags* considerados. Neste sentido, pode-se considerar que existe uma relação de longo prazo entre o consumo e os seus determinantes económicos, isto é, o rendimento e a riqueza.

(14) Na desagregação das componentes da riqueza para periodicidade trimestral utilizou-se o método proposto em Boot *et al.* (1967) que corresponde à obtenção dos valores trimestrais através de um processo de alisamento que minimiza o somatório dos quadrados das primeiras diferenças da série final.

(15) Uma outra opção para valorizar o *stock* de habitação seria a utilização dos preços de habitação do Índice do Confidencial Imobiliário. A sua evolução é próxima do comportamento do deflador da FBCF em habitação, pelo que a utilização desta variável deverá originar resultados semelhantes. Importa realçar, como referido anteriormente, que os preços da habitação em Portugal que entram no cálculo do *stock* de riqueza das famílias apresentaram, ao longo da última década, uma evolução muito diferente da ocorrida na maior parte dos países da Europa.

(16) Testou-se a existência de um vector cointegrante entre consumo de bens não duradouros e serviços, rendimento disponível e riqueza líquida das famílias e entre consumo de bens não duradouros e serviços, rendimento disponível, riqueza financeira líquida e riqueza em habitação não hipotecada.

5.1. Equação de longo prazo do consumo privado: propensões marginais a consumir do rendimento e da riqueza

O Quadro 2 apresenta os resultados da estimação da função consumo utilizando o procedimento OLS dinâmico proposto por Stock e Watson (1993), de forma a obter estimadores eficientes¹⁷. As equações a estimar podem ser escritas como,

$$\text{Modelo LP1: } pcr_t^{nd} = \alpha + \beta pyr_t + \delta fwr_t + \sum_{i=-k}^{i=k} \beta_i \Delta pyr_{t+i} + \sum_{i=-k}^{i=K} \delta_i \Delta fwr_{t+i} + \varepsilon_t$$

$$\text{Modelo LP2: } pcr_t^{nd} = \alpha + \beta pyr_t + \eta fwr_t^{hab} + \gamma fwr_t^{af} + \sum_{i=-k}^{i=k} \beta_i \Delta pyr_{t+i} + \sum_{i=-k}^{i=k} \eta_i \Delta fwr_{t+i}^{hab} + \sum_{i=-k}^{i=k} \gamma_i \Delta fwr_{t+i}^{af} + \mu_t$$

em que as letras minúsculas representam os logaritmos das respectivas variáveis e Δ representa o operador de diferença de primeira ordem. pcr^{nd} corresponde ao consumo de bens não duradouros e serviços, pyr ao rendimento disponível, fwr à riqueza líquida agregada, fwr^{af} à riqueza financeira líquida e fwr^{hab} à riqueza em habitação não hipotecada. Os parâmetros das equações anteriores traduzem as elasticidades do consumo em relação ao rendimento (β), à riqueza líquida (δ), à riqueza em habitação não hipotecada (η) e à riqueza financeira líquida (γ). As propensões marginais a consumir (PMC) apresentadas no Quadro 2 foram calculadas utilizando as médias amostrais dos rácios do consumo no rendimento disponível e do consumo na medida de riqueza respectiva¹⁸.

Os resultados obtidos mostram que variações no rendimento disponível e na riqueza líquida têm um impacto positivo e significativo sobre o consumo privado de bens não duradouros e serviços. A elasticidade de longo prazo do consumo em relação à riqueza líquida é de 0.43, no modelo com a riqueza

Quadro 2

ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO DE LONGO PRAZO DO CONSUMO DE BENS NÃO DURADOUROS E SERVIÇOS					
	Modelo LP1		Modelo LP2		Modelo LP3
	Elasticidade	PMC	Elasticidade	PMC	Elasticidade
pyr_t	0.64 (3.17)	0.48	0.81 (5.27)	0.61	0.77 (6.07)
fwr_t	0.43 (3.08)	0.03	-	-	0.32 (3.01)
fwr_t^{hab}	-	-	0.17 (3.27)	0.02	-
fwr_t^{af}	-	-	0.14 (2.26)	0.02	-
pyr_{lib_t}	-	-	-	-	-0.21 (-3.16)
fwr_{lib_t}	-	-	-	-	0.05 (3.58)

Nota: Incluiu-se uma constante na estimação. Período de estimação: 1981T1 a 2005T4. As equações foram estimadas utilizando os logaritmos das variáveis e o procedimento de "leads and lags" proposto em Stock e Watson (1993). Os t-rácios apresentados foram corrigidos de acordo com o método de Stock e Watson (1993). O Modelo LP1 corresponde ao modelo com a riqueza líquida agregada e o Modelo LP2 corresponde ao modelo com a riqueza líquida desagregada em riqueza em habitação não hipotecada e riqueza financeira líquida, que corresponde aos activos financeiros descontados dos passivos financeiros com excepção dos empréstimos à habitação.

(17) Este procedimento consiste em acrescentar *leads* e *lags* da primeira diferença dos regressores para corrigir problemas de endogeneidade. As estatísticas t apresentadas no Quadro 2 foram corrigidas de acordo com a metodologia de Stock e Watson (1993), pelo que podem ser comparadas com as tabelas *standard* da distribuição t.

(18) Uma forma rápida de aproximar a propensão marginal a consumir da riqueza é usando a seguinte expressão:
 $\varepsilon = (\Delta PCR / PCR) / (\Delta FWR / FWR) = (\Delta PCR / \Delta FWR) \times (FWR / PCR) = mpc \times (FWR / PCR)$
 onde ε é a elasticidade do consumo em relação à riqueza e mpc é a propensão marginal a consumir da riqueza. Esta expressão assume implicitamente que o rácio consumo riqueza é estável ao longo do período amostral.

das famílias agregada, e a propensão marginal a consumir implícita nesta estimativa é de 0.03, sugerindo que o efeito sobre o consumo de um aumento de um euro na riqueza líquida é de cerca de 3 cêntimos¹⁹.

Quando se analisa a elasticidade do consumo à riqueza em habitação e à riqueza financeira líquida separadamente, concluímos que as elasticidades são muito semelhantes, 0.17 e 0.14 respectivamente, e as respostas implícitas a um aumento da riqueza em um euro são de aproximadamente 2 cêntimos. No que diz respeito à elasticidade de longo prazo consumo-rendimento disponível, obtém-se um valor de 0.64 no modelo com a riqueza das famílias agregada, sendo de 48 cêntimos por euro a propensão marginal a consumir implícita nesta estimativa. No modelo com a riqueza desagregada a elasticidade do rendimento disponível é superior, 0.81, e a propensão marginal a consumir é de 61 cêntimos por euro.

Apesar dos resultados apresentados na literatura serem relativamente dispares não só quanto à magnitude da propensão marginal a consumir para diferentes países como também para um mesmo país em diferentes estudos, a maioria dos resultados aponta para um efeito significativo da riqueza no consumo privado. De acordo com Altissimo *et al.* (2005) a disparidade encontrada nos resultados não pode ser explicada somente à luz da teoria económica, referindo-se que medidas de riqueza não comparáveis podem estar na origem destas diferenças. Efectivamente, uma das principais limitações a estes estudos prende-se com a falta de séries históricas da riqueza das famílias, pelo que muitas vezes são utilizadas aproximações como, por exemplo, o índice do mercado de valores mobiliários para a riqueza financeira e o índice de preços da habitação para a riqueza não financeira.

Apesar destas limitações, os resultados apresentados na literatura podem servir de referência para os valores obtidos para a propensão marginal a consumir da riqueza em Portugal. Em primeiro lugar, importa referir os valores apresentados em Botas (1999) para Portugal que apontam também para um valor de 0.03 para a propensão marginal a consumir da riqueza total. No que diz respeito a comparações internacionais podemos destacar Slacalek (2006) que apresenta alguns resultados para a propensão marginal a consumir da riqueza para os países do G8 e alguns países da Europa, utilizando a metodologia de cointegração, e obtém valores entre 0.004 (Holanda) e 0.05 (EUA). Bertaut (2002) apresenta resultados de 0.05 para os EUA, 0.04 para o Reino Unido, 0.08 para o Canadá e 0.05 para a Austrália. Os valores estimados por Boone *et al.* (2001) são ligeiramente inferiores, 0.02 para o Reino Unido e o Japão, 0.03 para a França e a Itália, 0.04 para os Estados Unidos e 0.06 para o Canadá. Para os Estados Unidos podem ainda ser mencionados alguns resultados adicionais: Mehra (2001) obtém um valor de 0.03 para a propensão marginal a consumir da riqueza; Davis e Palumbo (2001) chegam a um valor de 0.04; Ludvigson e Steindel (1999) estimam um valor de 0.02; e Palumbo *et al.* (2002) e Donihue e Avramenko (2006) chegam a valores de 0.04²⁰.

Com o objectivo de analisar a estabilidade dos parâmetros ao longo do período amostral procedeu-se à estimação do Modelo LP1 utilizando o método dos mínimos quadrados recursivos. A análise dos Gráficos 5 e 6 aponta para uma redução do coeficiente associado ao rendimento disponível e um aumento do coeficiente associado à riqueza líquida no início dos anos 90, indiciando que a sensibilidade do consumo ao rendimento disponível e à riqueza se alterou ao longo do período amostral²¹.

Neste ponto importa realçar que na década de 90 foi implementada uma reforma profunda no sistema financeiro português, que no início dos anos 80 se encontrava fortemente regulamentado. As medi-

(19) Como referido anteriormente, a propensão marginal a consumir foi calculada com base no valor médio do rácio consumo-riqueza; no entanto, se tivesse sido considerado a média do último ano ter-se-ia obtido igualmente um valor de aproximadamente 3 cêntimos.

(20) Uma descrição detalhada dos resultados e das diferenças entre os diversos estudos referidos está para além do objectivo deste trabalho. A discussão de algumas destas questões pode ser vista em Altissimo *et al.* (2005).

(21) De acordo com os resultados apresentados no Quadro 2 parece não existir evidência de diferenças significativas da elasticidade do consumo às diferentes medidas de riqueza consideradas, pelo que se optou por analisar apenas o Modelo LP1.

Gráfico 5

ESTIMAÇÃO RECURSIVA DO COEFICIENTE DA RIQUEZA LÍQUIDA (Modelo LP1)

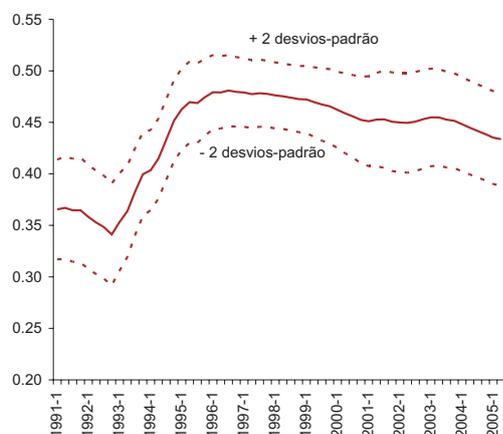
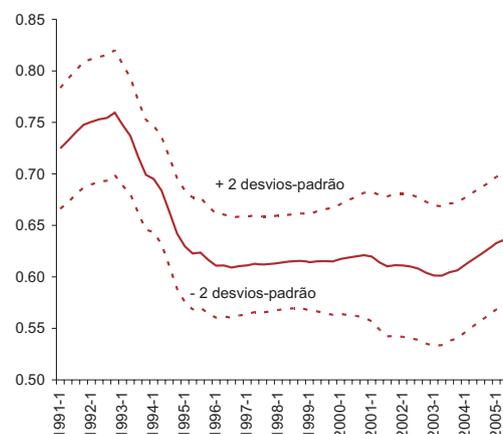


Gráfico 6

ESTIMAÇÃO RECURSIVA DO COEFICIENTE DO RENDIMENTO DISPONÍVEL (Modelo LP1)



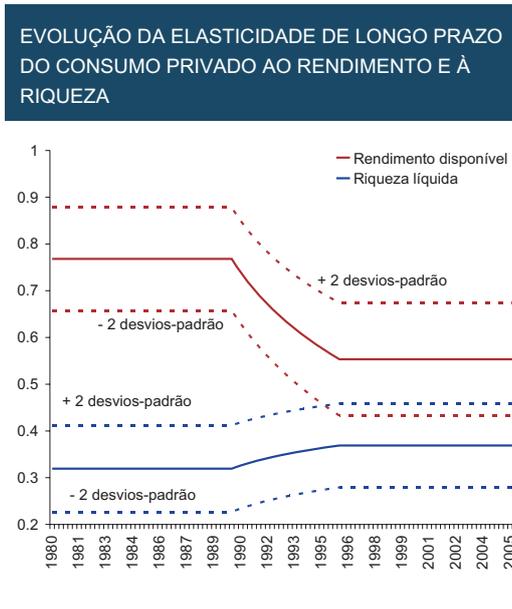
das levadas a cabo com vista à desregulamentação e liberalização financeira conduziram a alterações profundas no sector bancário, estimulando a concorrência, nomeadamente através da criação de novos instrumentos financeiros e da descida da margem de intermediação financeira, o que possibilitou um acesso mais generalizado dos agentes económicos ao mercado de crédito.

Como referido anteriormente, uma parte da literatura sobre o efeito riqueza no consumo privado analisa o impacto da liberalização financeira na relação entre consumo e riqueza. Por exemplo, Barrell e Davis (2004) apresentam um estudo para as principais economias industrializadas e concluem que os coeficientes de uma função consumo devem ser estimados separadamente para os períodos anterior e posterior à liberalização financeira, quer através do encurtamento do período amostral, quer introduzindo variáveis adicionais que permitam a variação temporal dos coeficientes estimados. À semelhança do que é apresentado em Barrell e Davis (2004) reestimou-se o Modelo LP1 introduzindo variáveis *dummies* nos coeficientes, de forma a permitir que o efeito riqueza e rendimento no consumo privado varie ao longo da amostra. A escolha da evolução da variável *dummy* é baseada nas datas das principais medidas que afectaram os mercados financeiros e que constituíram o processo de liberalização financeira em Portugal (ver Anexo C). A variável *dummy* (lib_t) assume o valor de zero antes do segundo trimestre de 1990, data em que os limites à concessão de crédito passaram a ser indicativos, e o valor de 1 cinco anos mais tarde, com a transição entre os dois estados a ser dada por um *trend* logarítmico. O novo modelo a estimar passa a ser dado por,

$$\text{Modelo LP3} : pcr_t^{nd} = \alpha + (\beta + \beta' lib_t) pyr_t + (\delta + \delta' lib_t) fwr_t + \sum_{i=-k}^{i=k} \beta_i \Delta pyr_{t+i} + \sum_{i=-k}^{i=k} \delta_i \Delta fwr_{t+i} + v_t$$

Uma vez que a liberalização do sector financeiro ocorreu a par de outras alterações estruturais importantes na economia portuguesa, a variável lib_t considerada poderá captar outros efeitos sobre os parâmetros da função consumo para além do efeito da liberalização financeira, como por exemplo, expectativas favoráveis quanto à evolução futura da economia portuguesa, associadas nomeadamente à participação de Portugal na área do euro e à descida e redução da volatilidade das taxas de juro.

Gráfico 7



Os resultados apresentados no Quadro 2 e no Gráfico 7 apontam para um efeito significativo e com o sinal esperado da liberalização do mercado financeiro sobre as elasticidades do consumo ao rendimento e à riqueza. No caso do rendimento disponível verifica-se uma redução acentuada do coeficiente, cerca de 0.2, quando se comparam os períodos anterior e posterior à liberalização financeira. No caso da elasticidade em relação à riqueza as diferenças não são tão acentuadas, no entanto a variável lib_t é também significativa. Este resultado está em linha com a ideia de que a liberalização do mercado financeiro e a descida das taxas de juro induziram a redução das restrições de liquidez das famílias, através de um acesso mais generalizado ao mercado de crédito, permitindo um maior alisamento do consumo das famílias ao longo do seu ciclo de vida e uma menor dependência do consumo ao rendimento corrente [ver Castro (2006)].

Barrell e Davis (2004) concluem também que existe uma alteração significativa do comportamento dos consumidores após a liberalização do mercado financeiro, o que se traduz numa maior influência da riqueza no consumo no longo prazo e uma menor dependência do rendimento disponível. A este respeito podem ainda ser referidos os trabalhos de Ludwig e Slok (2002) e Boone *et al.* (1998) que apontam para uma maior propensão marginal a consumir da riqueza em sistemas *market-based* por oposição aos sistemas *bank-based*, concluindo-se que a propensão marginal a consumir da riqueza deve aumentar à medida que os mercados financeiros se vão tornando mais desenvolvidos.

5.2. Equação dinâmica do consumo privado

Nesta subsecção estima-se a relação dinâmica na qual alterações no consumo estão relacionadas com alterações no rendimento disponível e na riqueza, no desvio em relação ao longo prazo, calculado a partir dos parâmetros estimados no Modelo LP3, e em outras variáveis não incluídas no longo prazo e que possam ajudar a explicar o consumo (Z_t).

$$\Delta pcr_t = \theta(L)\Delta pyr_t + \lambda(L)\Delta fwr_t + \rho(L)\Delta Z_t + \tau [pcr - \alpha - (\beta + \beta' lib)pyr - (\delta + \delta' lib)fwr]_{t-1} + v_t$$

Quadro 3

ESTIMAÇÃO DA EQUAÇÃO DINÂMICA DO CONSUMO DE BENS NÃO DURADOUROS E SERVIÇOS

Dpcr_nd _{t-2}	0.24 (3.51)
Dpcr_nd _{t-3}	0.26 (3.66)
Dpyr _t	0.23 (3.75)
Dfwr _{t-2}	0.24 (3.12)
Dstn _{t-3}	-0.01 (-2.18)
MCE ₋₁	-0.09 (-2.30)
Período de estimação	1985T1-2005:T4
Desvio-padrão	0.0048
Nº observações	84
AR 1-5 teste	F(5,69) = 0.875 [0.503]
ARCH 1-4 teste	F(4,66) = 0.389 [0.816]
Teste normalidade	Chi ² (2) = 2.754 [0.252]
Teste heterocedasticidade	F(16,57) = 0.529 [0.920]
Teste <i>reset</i>	F(1,73) = 2.998 [0.088]

Nota: D representa a primeira diferença do logaritmo das variáveis, MCE corresponde ao mecanismo corrector do erro.

Δ representa o operador de diferença de primeira ordem, τ mede a velocidade a que o consumo de bens não duradouros e serviços responde a desvios face ao equilíbrio de longo prazo e o vector Z_t é constituído pela taxa de juro nominal que representa um indicador da acessibilidade dos consumidores ao mercado de crédito e pode também ser visto como um indicador de restrições de liquidez²².

O Quadro 3 apresenta os resultados da estimação da equação anterior, verificando-se que os coeficientes obtidos são estatisticamente significativos e têm o sinal esperado²³. Em particular, o coeficiente estimado para o mecanismo corrector do erro é negativo, indicando que o consumo ajusta gradualmente para o seu nível de equilíbrio de longo prazo. Os coeficientes de curto prazo estimados para o rendimento disponível e para a riqueza sugerem que o consumo responde contemporaneamente a alterações no rendimento e com algum desfasamento a alterações na riqueza. Por fim, alterações nas taxas de juro nominais são também importantes para explicar variações no consumo.

5.3. Quantificação do efeito riqueza sobre o consumo privado

Esta secção apresenta dois exercícios com o objectivo de quantificar o efeito do aumento da riqueza ocorrido ao longo dos anos 90 nas despesas das famílias em consumo de bens não duradouros e serviços. A análise apresentada segue, em parte, a literatura²⁴ e permite retirar algumas conclusões interessantes; no entanto, é importante ter em atenção as limitações inerentes a um modelo de equilíbrio parcial, sendo necessário uma interpretação cautelosa dos resultados. Importa referir que uma das principais limitações deste tipo de análise é a impossibilidade de avaliar correctamente a importância de um choque estrutural, dado que as variáveis consideradas são endógenas e se ignoram possíveis efeitos de *feedback*.

(22) Considerou-se também a taxa de desemprego, no entanto, esta não se revelou significativa.

(23) À semelhança de Barrell e Davis (2004) testou-se a introdução nos coeficientes de curto prazo e no corrector de erro da variável *lib*, no entanto, esta variável não se revelou significativa em nenhum dos casos.

(24) Ver Mehra (2001), Davis e Palumbo (2001) e Bertaut (2002).

Em primeiro lugar, foi utilizada a equação de longo prazo estimada anteriormente com a riqueza agregada (Modelo LP3) para calcular o nível de consumo previsto em 2000T1. Neste cálculo foram utilizados o rendimento disponível observado e duas alternativas para a evolução da riqueza: o seu valor histórico e o nível de riqueza compatível com a manutenção do rácio da riqueza no rendimento disponível ao nível que vigorava em 1990T1²⁵. A hipótese assumida para a evolução da riqueza equivale a considerar que esta cresceu, em termos reais, entre 1990 a 1999 a uma taxa média anual de 3.2 por cento em vez dos 4.7 por cento observados. A comparação dos resultados das simulações com a evolução histórica e a evolução alternativa da riqueza permite-nos quantificar, ainda que de uma forma simplificada e meramente ilustrativa, o “efeito riqueza” sobre o consumo das famílias ao longo da década de 90. Em termos de crescimento do consumo, o exercício implica que o “efeito riqueza” tenha tido um impacto de cerca de 1 p.p. no crescimento médio anual do consumo de bens não duradouros e serviços na década de 90. De acordo com este exercício, o aumento excepcional da riqueza líquida relativamente ao crescimento verificado no rendimento disponível ajuda a explicar, em parte, o forte crescimento do consumo privado e a descida da taxa de poupança das famílias.

Com o objectivo de analisar a evolução do contributo da riqueza, em cada ano, para o crescimento do consumo privado de bens não duradouros e serviços, decompôs-se o crescimento do consumo nos contributos das variáveis explicativas, utilizando os resultados da estimação da equação dinâmica.

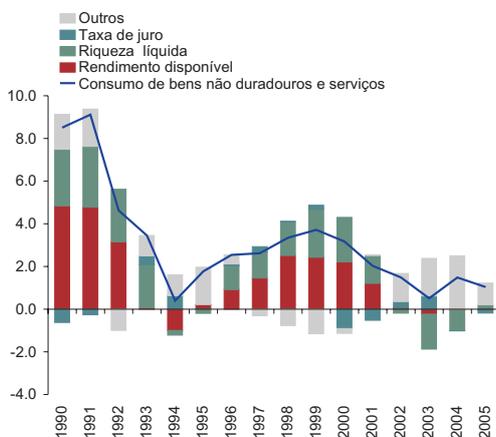
O contributo do crescimento da variável X para o crescimento do consumo C_t^X no período t , pode ser calculado como:

$$C_t^X = \sum_{j=0}^j \Phi_j^X X_{t-j}$$

onde X_{t-j} é o crescimento da variável explicativa no período $t-j$ e Φ_j^X é o impacto no crescimento do consumo j períodos após um choque de 1% na variável X no período t ²⁶.

Gráfico 8

CONTRIBUTOS PARA O CRESCIMENTO DO CONSUMO PRIVADO DE BENS NÃO DURADOUROS E SERVIÇOS
Em pontos percentuais



(25) Esta hipótese é relativamente equivalente a considerar o valor médio do rácio riqueza líquida - rendimento disponível de 1981T1 a 1989T4.

(26) Para calcular os contributos foi necessário recuar até ao início da década de 80, uma vez que o efeito sobre o consumo de choques nas variáveis explicativas apenas se encontram esgotados ao fim de aproximadamente 10 anos.

Algumas conclusões interessantes podem ser retiradas da análise deste exercício (Gráfico 8). Em primeiro lugar, verifica-se que a riqueza parece ter tido um papel importante no crescimento do consumo privado em Portugal ao longo da década de 90, tendo registado um contributo quase idêntico ao do rendimento disponível na segunda metade dos anos 90 e até 2001. A partir desse ano a riqueza líquida deixou de ter um contributo positivo para o crescimento do consumo, destacando-se o período 2003-2004 em que se estimam contributos fortemente negativos, associados ao elevado crescimento do endividamento das famílias para compra de habitação que foi largamente superior ao crescimento do *stock* de habitação, e que implicou uma redução da riqueza real líquida das famílias²⁷. Refira-se ainda que o contributo do rendimento disponível para o crescimento do consumo foi virtualmente nulo no período após 2001. A progressiva redução das taxas de juro teve um contributo ligeiramente positivo para o crescimento do consumo de bens não duradouros e serviços ao longo da década de 90, tendência que foi interrompida em 2000 e 2001 com a subida das taxas. Em 2002-2003 o consumo voltou a beneficiar da descida das taxas de juro. Por fim, importa realçar o elevado contributo da componente não explicada para o crescimento do consumo a partir de 2002. O comportamento do consumo privado nos últimos anos, que aparentemente não é explicado pelos fundamentos macroeconómicos habituais, poderá ter estado associado à manutenção de condições de financiamento muito favoráveis no mercado de crédito, associadas à oferta de novos produtos financeiros e modalidades contratuais, que permitiram conter o serviço da dívida suportado pelas famílias.

O exercício apresentado realça o contributo da riqueza para o crescimento do consumo privado de bens não duradouros e serviços nos anos 90. Este resultado, apesar das limitações referidas, ajuda a compreender o comportamento do consumo privado em Portugal ao longo deste período e a tendência decrescente da taxa de poupança dos particulares, que passou de níveis próximos dos 20 por cento no início dos anos 90 para níveis em torno dos 10 por cento no período mais recente.

6. CONCLUSÃO

Ao longo da década de 90 o aumento verificado na riqueza líquida das famílias em Portugal foi acompanhado por um forte crescimento do consumo e uma quebra significativa da taxa de poupança. Esta evolução não ocorreu apenas em Portugal, mas é comum a várias economias industrializadas.

O presente estudo estima o efeito riqueza sobre o consumo privado em Portugal, distinguindo entre riqueza financeira e riqueza em habitação, e apresenta evidência empírica sobre a importância da variável riqueza na explicação do crescimento do consumo e da descida da taxa de poupança ao longo dos anos 90. Os resultados das estimações da relação de longo prazo para o período de 1981 a 2005 sugerem que a propensão marginal a consumir da riqueza em Portugal é de 0.03, ou seja, cada euro adicional de riqueza líquida induz um aumento de 3 cêntimos na despesa de bens de consumo não duradouros e serviços. Este valor para Portugal é semelhante ao apresentado em Botas (1999) e está em linha com os resultados reportados em trabalhos anteriores para outros países.

Embora a literatura económica saliente que o impacto sobre o consumo privado das várias componentes da riqueza possa ser diferente de acordo com o risco, o colateral e a liquidez de cada activo, os resultados obtidos neste estudo para a estimação da propensão marginal a consumir da riqueza líquida em activos financeiros e em habitação sugerem valores muito próximos.

(27) Importa neste ponto realçar que a série de riqueza em habitação tem implícito um deflador que apresentou um crescimento moderado ao longo do período em análise.

Os resultados apontam ainda para um ligeiro aumento da elasticidade consumo-riqueza e para uma redução da elasticidade consumo-rendimento disponível ao longo dos anos 90, resultado que está em linha com a ideia de que a liberalização financeira permitiu reduzir as restrições no acesso ao crédito, possibilitando que consumidores que antes tinham restrições de liquidez pudessem alisar o consumo ao longo do seu ciclo de vida, recorrendo a empréstimos. Adicionalmente, de acordo com os resultados obtidos, o facto de ao longo dos anos 90 a riqueza líquida das famílias ter, em média, crescido a uma taxa superior à do rendimento disponível, pode ajudar a explicar o forte crescimento do consumo de bens não duradouros e serviços (cerca de 1 p.p. da taxa média de crescimento anual) e a descida da taxa de poupança.

Uma análise mais detalhada do contributo em cada ano das variáveis explicativas para o crescimento do consumo privado de bens não duradouros e serviços permite concluir que a riqueza pode explicar uma parte do crescimento do consumo nos anos 90, sendo o contributo na segunda metade da década de 90 relativamente idêntico ao do rendimento disponível. Refira-se ainda o contributo virtualmente nulo do rendimento disponível para o crescimento do consumo no período após 2001 e o contributo negativo da riqueza líquida em 2003 e 2004. Nestes anos verificou-se uma redução da riqueza líquida das famílias, em termos reais, que se ficou a dever ao crescimento acentuado do endividamento dos particulares para compra de habitação que foi largamente superior ao crescimento do *stock* de habitação. No entanto, o efeito negativo sobre o consumo terá sido atenuado pela manutenção de condições de financiamento muito favoráveis no mercado de crédito, ligado à oferta de novos produtos financeiros e modalidades contratuais que permitiram conter o serviço da dívida suportado pelas famílias.

REFERÊNCIAS

- Altissimo, F., Georgiu, E., Sastre, T., Valderrama, M. T., Sterne, G., Stocker, M., Weth, M., Whelan, K. e William, A. (2005), "Wealth and asset price effects on economic activity", *Occasional paper series 29*, ECB.
- Aron, J. e Muellbauer, J. (2006), "Housing wealth, credit conditions and consumption", *Working paper 8*, CSAE.
- Attanasio, O., Blow, L., Hamilton, R. e Leicester, A. (2005), "Consumption, house prices and expectations", *Working paper 271*, Bank of England.
- Barrell, R. e Davis, P. (2004), "Financial liberalisation, consumption and wealth effects in 7 OECD countries", *Discussion Paper 247*, NIESR and Brunel University.
- Bayoumi, T. e Edison, H. (2003), "Is wealth increasingly driving consumption?", *Staff reports 101*, De Nederlandsche Bank.
- Benito, A., J. Thompson, Waldron, M. e Wood, R. (2006), "House prices and consumer spending", *Quarterly Bulletin Summer*, Bank of England.
- Bertaut, C. (2002), "Equity prices, household wealth and consumption growth in foreign industrial countries: wealth effects in the 1990s", *International Finance Discussion Papers 724*, Federal Reserve Board.
- Boone, L., Giorno, C. e Richardson, P. (1998), "Stock market fluctuations and consumption behaviour: some recent evidence", *Working paper*, OCDE.
- Boone, L., Girouard, N. e Wanner, I. (2001), "Financial market liberalisation, wealth and consumption", *Working paper 308*, OCDE.

- Boot, J., Feibes, W. e Lisman, J. (1967), "Further methods of derivation of quarterly figures from annual data", *Applied Statistics* 16, 65-75.
- Botas, S. (1999), *Estimação de uma função consumo para Portugal: Uma aplicação do método generalizado dos momentos modificado*, Universidade Nova de Lisboa, mimeo.
- Campbell, J. e Cocco, J. (2005), "How do house prices affect consumption? Evidence from micro data", *Working paper* 11534, NBER.
- Cardoso, F. e Cunha, V. (2005), "Household wealth in Portugal: 1980-2004", *Working Paper* 4, Banco de Portugal.
- Case, K., Quigley, J. e Shiller, R. (2001), "Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market", *Working paper* 8606, NBER.
- Castro, G. (2006), "Consumo, rendimento disponível e restrições de liquidez", *Boletim Económico*, Verão, Banco de Portugal.
- Davis, M. e Palumbo, M. (2001), "A primer on economics and time series econometrics of wealth effects", *Finance and Economics Discussion Series* 9, Federal Reserve Board.
- Donihue, M. e Avramenko, A. (2006), "Decomposing consumer wealth effects: evidence on the role of real estate assets following the wealth cycle of 1990-2002", *Working papers* 15, Federal Reserve Bank of Boston
- Friedman, M. (1957), "A theory of the consumption function", *Milton General Series* 63, Princeton University Press.
- Hall, R. (1978), "Stochastic implications of the life cycle-permanent income hypothesis: Theory and evidence", *Journal of Political Economy* 86(6), pp. 971-987.
- Lettau, M. e Ludvigson, S. (2003), "Understanding trend and cycle in asset values: reevaluating the wealth effect on consumption", *Working paper* 9848, NBER.
- Ludvigson, S. e Steindel, C. (1999), "How important is the stock market effect on consumption?", *Economic Policy Review* July, 29-51.
- Ludwing, A. e Slok, T. (2002), "The impact of changes in stock prices and house prices on consumption in OCDE countries", *Working paper* 1, International Monetary Fund.
- Lusardi, A., Skinner, J. e Venti, S. (2001), "Saving puzzles and saving policies in the United States", *Working paper* 8237, NBER.
- Mehra, Y. (2001), "The wealth effect in empirical life-cycle aggregate consumption equations", *Technical report*, Federal Reserve Bank of Richmond.
- Modigliani, F. e Brumberg, R. (1954), "Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data", in *Post-Keynesian Economics*, K. K. Kurihara, pp. 128-197.
- Palumbo, M., Rudd, L. e Whelan, K. (2002), "On relationships between real consumption, income and wealth", *Technical report*, Federal Reserve Board.
- Phillips, P. e Durlauf, S. N. (1986), "Multiple time series regression with integrated process", *Review of Economic Studies* (53), pp. 473-495.
- Slacalek, J. (2006), International wealth effects, Discussion paper, German Institute for Economic Research.

Stock, J. e Watson, M. (1993), "A simple estimator of cointegrating vectors in higher order integrated systems", *Econometrica* 61(4), pp. 783-820.

ANEXOS

Anexo A: Testes de raízes unitárias

O Quadro 1A apresenta os resultados dos testes de Dickey-Fuller aumentado para a presença de uma raiz unitária no consumo de bens não duradouros (pcr^{nd}), no rendimento disponível (pyr), na riqueza líquida (fwr), na riqueza financeira líquida (fwr^{af}) e na riqueza em habitação não hipotecada (fwr^{hab}).

Quadro 1A

TESTE DE RAÍZES UNITÁRIAS DE DICKEY-FULLER AUMENTADO (ADF)		
	Estadística t de ADF	Valor crítico
Consumo privado de bens não duradouros e serviços - pcr^{nd}	-1.34	-3.45
Rendimento disponível das famílias - pyr	-1.63	-3.45
Riqueza líquida - fwr	-0.37	-3.45
Riqueza financeira líquida - excl. empréstimos à habitação - fwr^{af}	-1.52	-3.45
Riqueza em habitação não hipotecada - fwr^{hab}	0.86	-3.45

Nota: Os testes de raízes unitárias foram feitos para as variáveis em termos reais e per capita e em logaritmos. O modelo inclui uma constante e uma tendência linear. De acordo com o teste ADF, a ordem p do processo auto-regressivo para cada uma das regressões foi escolhida de forma a assegurar que os resíduos não apresentassem autocorrelação.

Anexo B: Testes de cointegração

Para estudar a existência de uma relação de cointegração entre consumo, rendimento disponível e riqueza líquida das famílias, foram implementados dois tipos de testes, o teste de Shin que postula como hipótese nula a existência de cointegração e o teste Dickey-Fuller aumentado (ADF) que postula como hipótese nula a ausência de cointegração. Ogaki e Park (1997) argumentam que os testes que postulam como hipótese nula a ausência de cointegração são conhecidos como pouco potentes para identificar uma falsa hipótese nula, pelo que, com uma probabilidade elevada, falham a rejeição da hipótese nula apesar de as variáveis serem cointegradas. Ogaki e Park defendem que quando o modelo económico postula a existência de uma relação de longo prazo entre as variáveis, como é o caso em análise, é mais apropriado testar como hipótese nula a existência de cointegração em vez de testar a sua ausência. Os resultados obtidos encontram-se nos Quadros 1B e 2B.

Quadro 1B

TESTES DE COINTEGRAÇÃO (ADF E SHIN) COM A RIQUEZA AGREGADA

Teste Dickey Fuller aumentado			Teste de Shin (estatística C_{μ})				
t-value	Valores críticos		Lag=1	Lag=2	Lag=3	Lag=4	Valor crítico
	5%	10%					
-3.91	-3.83	-3.51	0.137	0.131	0.125	0.120	0.221

Quadro 2B

TESTES DE COINTEGRAÇÃO (ADF E SHIN) COM A RIQUEZA DESAGREGADA

Teste Dickey Fuller aumentado			Teste de Shin (estatística C_{μ})				
t-value	Valores críticos		Lag=1	Lag=2	Lag=3	Lag=4	Valor crítico
	5%	10%					
-3.80	-4.21	-3.89	0.063	0.063	0.061	0.062	0.159

Nota: A estatística do teste de Shin foi aplicada aos resíduos da regressão de cointegração do consumo no rendimento disponível e na riqueza líquida total das famílias ou alternativamente na riqueza em habitação líquida de empréstimos para o mesmo fim e na riqueza líquida em activos financeiros excluindo crédito à habitação.

Anexo C: Principais medidas de liberalização e desregulamentação financeira em Portugal

Quadro 1C

PRINCIPAIS MEDIDAS DE LIBERALIZAÇÃO E DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA

Fevereiro 1984	Início do processo de eliminação de barreiras à entrada de novas instituições bancárias e de restrições à expansão de balcões
Junho 1984	Liberalização das taxas de depósitos, com excepção da taxa de 180 dias a 1 ano
Agosto de 1985	Liberalização das taxas de empréstimos, com excepção das taxas de 90 a 180 dias, 2 a 5 anos e superiores a 5 anos para as quais foi estabelecido um tecto máximo
Setembro 1988	Liberalização das taxas de empréstimos, com excepção das relacionadas com o crédito à habitação
Março 1989	Início do processo de reprivatizações e abolição dos limites máximos para todas as taxas de empréstimos
Março 1990	Suspensão do sistema de limites quantitativos compulsórios de crédito
Janeiro de 1991	Abolição dos limites quantitativos ao crédito, compulsórios ou indicativos
Mai 1992	Liberalização de todas as taxas passivas
Dezembro 1992	Finalização do processo de liberalização dos movimentos internacionais de capitais

INVESTIMENTO E SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS PORTUGUESAS*

*Luciana Barbosa***

*Ana Lacerda***

*Nuno Ribeiro***

1. INTRODUÇÃO

Os modelos macroeconómicos tradicionais são omissos em relação ao impacto das decisões financeiras das empresas sobre as variáveis reais na economia. Estas abordagens reflectem o teorema de Modigliani-Miller (1958) que estabelece a irrelevância da estrutura financeira das empresas sobre as decisões de aceitação e execução de projectos de investimento, num contexto em que os mercados financeiros são perfeitos. Contudo, as imperfeições existentes nos mercados de capitais, designadamente a existência de informação assimétrica entre os agentes que tomam decisões de investimento (a gestão das empresas) e aqueles que disponibilizam o respectivo financiamento (os aforradores ou os intermediários financeiros), induz um canal de ligação entre a situação financeira das empresas e as decisões de investimento. As distorções daí resultantes constituem uma fonte de ineficiência na afectação de recursos e podem envolver o racionamento de crédito às empresas ao preço prevalente no mercado (como demonstraram Stiglitz e Weiss (1981)), bem como reflectir-se num custo económico mais elevado para as fontes de financiamento externas às empresas.

A volatilidade cíclica do investimento empresarial, com uma forte concentração em determinados períodos aos quais se seguem períodos de redução acentuada, constitui um facto estilizado na generalidade das economias, estando documentado na literatura usualmente designada de acelerador financeiro (Bernanke e Gertler (1989); Bernanke, Gertler e Gilchrist (1996 e 1999)). Neste tipo de modelos, a existência de imperfeições nas condições de funcionamento do mercado de crédito tem como resultado que as decisões de acumulação de factores sejam dependentes das condições financeiras das empresas, justificando a amplificação e a maior persistência dos ciclos económicos, muito em particular no que diz respeito ao investimento empresarial. Kiyotaki e Moore (1997) procuram igualmente sistematizar explicações para este fenómeno, estabelecendo que podem existir relações entre o valor dos activos nas economias, incluindo o valor de mercado dos direitos residuais assegurados aos detentores do capital das empresas e a despesa e produção agregada das mesmas. Nestes modelos, a situação financeira das empresas em dado momento é susceptível de condicionar o acesso a financiamento externo, repercutindo-se na sua actividade, sendo que esse condicionamento tenderá a ser mais forte nos períodos de desaceleração da actividade económica do que nas fases de recuperação da economia.

Na linha da literatura teórica referida anteriormente, diversos estudos empíricos procuram avaliar o impacto da situação financeira das empresas nas respectivas decisões reais a nível microeconómico. Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) apresentam um estudo pioneiro ao analisarem a sensibilidade do investimento das empresas a flutuações nos fundos gerados internamente pela empresa (dando ori-

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

gem à literatura relacionada com *cash flow sensitivity*). Os resultados obtidos sustentam a existência de uma relação positiva entre o *cash flow* das empresas e o investimento. Em particular, e de acordo com os autores, uma maior sensibilidade do investimento ao *cash flow* constitui um indício da existência de restrições ao financiamento externo. Farinha (1995) obtém evidência semelhante para o caso português, constatando que, para a maior parte das empresas portuguesas, o investimento é positivamente influenciado pelo *cash flow*, concluindo que os resultados são compatíveis com a existência de restrições de liquidez. A relação positiva entre investimento e *cash flow* parece ser consensual entre os investigadores, num contexto de imperfeição nos mercados. No entanto, a interpretação desse facto como indicador da existência de restrições de financiamento externo para as empresas tem sido alvo de alguma controvérsia, tendo a discussão sido iniciada por Kaplan e Zingales (1997). Estes autores sublinham que pode existir uma relação positiva entre o *cash flow* das empresas e o investimento, mesmo nas situações em que estas não enfrentam restrições ao financiamento. Hubbard (1998) apresenta um conjunto de outros estudos que investigam a relação. Analisando a relação entre variáveis financeiras e a criação de emprego pelas empresas, Nickell e Nicolitsas (1999), Sharpe (1994), Carpenter *et al.* (1994) encontram igualmente um efeito significativo.

Mais recentemente, a literatura empírica tem-se centrado nas interações entre medidas caracterizadoras da pressão financeira das empresas e a acumulação de factores na economia. Neste contexto, salientam-se os trabalhos de Nickell e Nicolitsas (1999), Benito e Hernando (2002), Benito e Young (2002) e Hernando e Martínez-Carrascal (2003) que identificam o rácio entre os juros pagos e o *cash flow* operacional como variável relevante para a acumulação de factores numa empresa. Este rácio tem uma interpretação muito intuitiva, já que permite avaliar em que medida os resultados brutos (antes de juros) das empresas asseguram a satisfação do pagamento dos juros aos credores. Esta medida tem ainda a vantagem de reflectir o desempenho das empresas, quer numa perspectiva financeira quer numa perspectiva operacional.

A importância da acumulação de capital no crescimento económico português, em conjugação com o nível de endividamento atingido pelas empresas não financeiras portuguesas, justifica a identificação de potenciais vulnerabilidades financeiras neste sector, com potenciais repercussões sobre o investimento agregado. De facto, tal como documentado em Amador e Coimbra (2007) e Almeida e Félix (2006), a evolução do *stock* de capital apresentou um contributo importante para o crescimento da economia portuguesa nas últimas décadas. Em paralelo, o endividamento das empresas não financeiras portuguesas cresceu de forma significativa nos últimos anos, em particular na segunda metade dos anos 90, reflectindo, em grande parte, a redução acentuada do nível e volatilidade das taxas de juro nominais que resultou do processo de convergência e posterior participação da economia portuguesa na área do euro.

Deste modo, neste estudo procura avaliar-se de que forma a pressão financeira a que uma empresa está sujeita, avaliada pelo nível de encargos com juros (em percentagem dos resultados operacionais), condiciona o investimento. No sentido de melhor identificar as fontes dos constrangimentos ao investimento das empresas, o indicador de “pressão financeira” foi desagregado em três componentes que reflectem a estrutura financeira de partida, a rentabilidade operacional e a taxa de juro implícita que as empresas enfrentam. Neste contexto, para o conjunto de empresas em análise, observa-se um efeito não negligenciável da estrutura financeira de cada empresa sobre as respectivas decisões de investimento. Em particular, os encargos com juros, o nível de endividamento bem como a rentabilidade operacional demonstram ser factores relevantes para as decisões de investimento. Porém, estes efeitos não revelam ser diferentes em períodos de abrandamento da economia. Adicionalmente, conclui-se que o facto de uma empresa ser, ou não, exportadora, a dimensão de uma empresa, o número de relações creditícias que a empresa detém, bem como a existência de crédito em mora têm um impacto sobre a sensibilidade do investimento aos encargos com juros. A análise efectuada faz

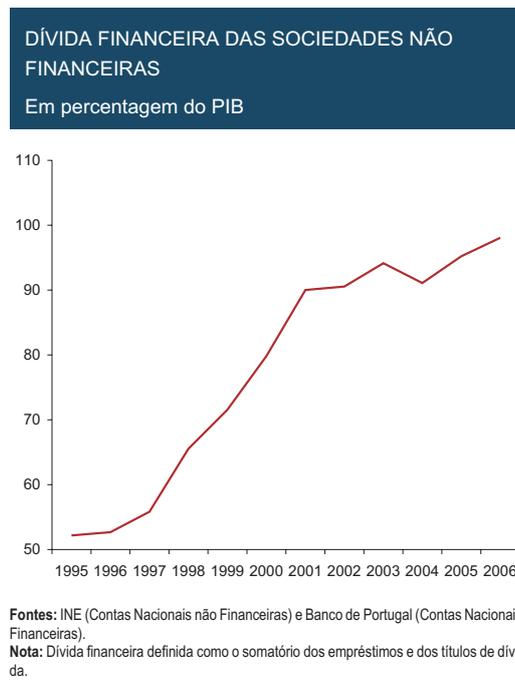
sobretudo uso de informação constante na Central de Balanços, obtida através de um inquérito anual conduzido pelo Banco de Portugal a uma amostra de empresas não financeiras portuguesas. A base de dados inclui informação económica e financeira de base contabilística, sendo utilizado o período de 1995 a 2005.

O presente artigo está organizado da seguinte forma. Na Secção 2 efectua-se uma caracterização, a nível agregado, da situação financeira das empresas não financeiras portuguesas para o período de 1995 a 2006. Em particular, apresenta-se a evolução dos encargos com juros, do endividamento, do custo de financiamento e da rentabilidade das sociedades não financeiras portuguesas. Nesta secção foi essencialmente utilizada informação estatística referente às contas nacionais não financeiras (informação produzida pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) e às contas nacionais financeiras¹ (informação produzida pelo Banco de Portugal). Na Secção 3 é igualmente apresentada uma caracterização da situação financeira das empresas portuguesas mas ao nível de cada empresa, tendo sido consideradas as empresas não financeiras presentes na Central de Balanços. Adicionalmente, é apresentada uma caracterização do investimento efectuado por estas empresas. Na Secção 4 apresenta-se o modelo econométrico adoptado e os respectivos resultados. Por fim, na Secção 5 são referidas as principais conclusões do estudo.

2. EVOLUÇÃO DA SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS PORTUGUESAS

Na década de 90, e sobretudo na segunda metade, verificou-se um aumento assinalável do nível de endividamento do sector privado português, em geral, e das sociedades não financeiras, em particular (Gráfico 1). Esta evolução decorreu num contexto de progressivo desenvolvimento e integração dos mercados financeiros que, conjugado com o processo de convergência nominal e subsequente

Gráfico 1



(1) A análise efectuada encontra-se condicionada pela disponibilidade da informação, sendo que as contas nacionais não financeiras só estão disponíveis até 2004 e as contas nacionais financeiras estão disponíveis até 2006.

participação na área do euro, se reflectiram numa redução significativa dos níveis das taxas de juro e respectiva volatilidade. Deste modo, foi possível aumentar o nível de endividamento das sociedades não financeiras, tendo as empresas portuguesas ampliado o recurso a financiamento externo, mais oneroso que os fundos gerados internamente, sem que tal situação implicasse um aumento da proporção do produto da economia afectada ao pagamento de juros das empresas. Efectivamente, observou-se uma diminuição, seguida de uma relativa estabilização, dos encargos com juros em percentagem do PIB (Gráfico 2). Avaliando o peso relativo destes encargos no total dos resultados operacionais das empresas encontra-se uma evolução em traços gerais semelhante, quer para o agregado das empresas não financeiras quer para o conjunto das empresas com informação disponível na Central de Balanços² (Gráfico 3).

O rácio entre os encargos com dívida e os resultados operacionais brutos (*J*) constitui uma primeira aproximação à “pressão financeira” que determinada empresa enfrenta, na medida em que permite avaliar a capacidade da empresa efectuar o pagamento de juros através dos recursos gerados internamente pelo desenvolvimento da sua actividade. Simultaneamente, este indicador sintetiza diferentes características financeiras da empresa, nomeadamente o custo médio de financiamento (*C*), o endividamento (*D*) e a rentabilidade operacional bruta (*R*), uma vez que o indicador de encargos com juros pode ser decomposto nestes três rácios (equação (1)). Assim, é possível analisar a evolução destas variáveis ao longo do tempo, bem como verificar de que forma o comportamento das mesmas contribuiu para a pressão financeira (ou ausência desta) numa empresa.

$$\frac{JS}{ROB} = \frac{JS}{DF} \times \frac{DF}{AL} \times \frac{AL}{ROB} \quad (1)$$

JS – Juros Suportados

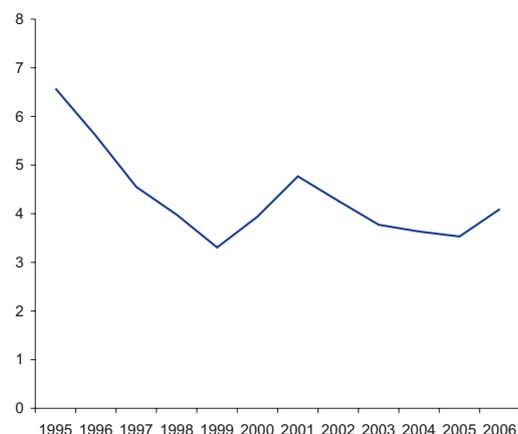
DF – Dívida Financeira

ROB – Resultados Operacionais Brutos

AL – Activo Líquido

Gráfico 2

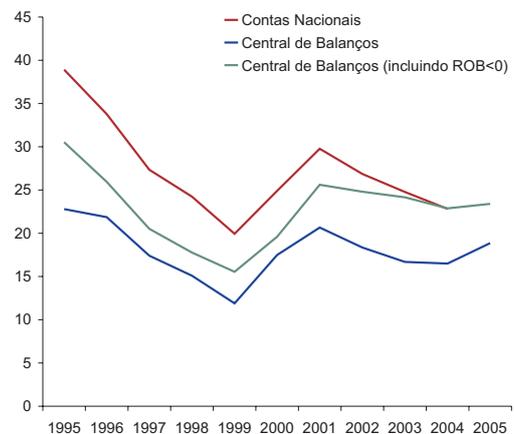
JUROS PAGOS PELAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
Em percentagem do PIB



Fontes: INE (Contas Nacionais não Financeiras) e Banco de Portugal (estimativas).

Gráfico 3

JUROS PAGOS PELAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
Em percentagem do resultado operacional



Fontes: INE (Contas Nacionais não Financeiras) e Banco de Portugal (estimativas e Central de Balanços).

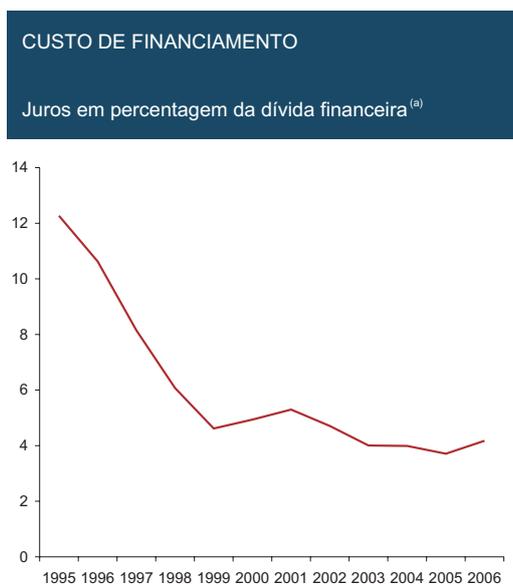
Nota: ROB - Resultados Operacionais Brutos.

(2) Relativamente à informação obtida na Central de Balanços foi apenas utilizado um conjunto restrito de empresas que respeitavam um conjunto de critérios impostos para garantir a consistência da análise ao longo do presente trabalho, os quais são apresentados na secção 3.1. Dados Utilizados.

Os Gráficos 4, 5 e 6 põem em relevo os três rácios que resultam da decomposição apresentada na equação (1), utilizando as contas nacionais, quando disponíveis, e estimativas com base na Central de Balanços para o período mais recente. O crescimento do endividamento observado no Gráfico 5 é o espelho da forte redução do custo médio de financiamento registada no período em consideração, patente no Gráfico 4, e que, por sua vez, acompanhou de forma muito estreita a evolução das taxas de juro aplicadas nos empréstimos a sociedades não financeiras em Portugal. De facto, o período que antecedeu a participação na área do euro caracterizou-se por uma descida acentuada das taxas de juro nominais em Portugal, anteriormente muito mais elevadas que a média dos países que constituíram a área do euro. Esta descida foi interrompida em 1999 e 2000, na sequência do aumento das taxas de referência do BCE. Entre 2001 e finais de 2005, período em que as taxas de juro de referência do BCE diminuíram e estabilizaram em níveis historicamente baixos, o custo médio de financiamento das empresas voltou a reduzir-se apreciavelmente. Em 2006, registou-se um novo agravamento do custo médio de financiamento, no seguimento do aumento das taxas de juro do mercado monetário, que reflectiram as sucessivas subidas das taxas de juro de referência do BCE a partir do final de 2005, que totalizavam 1.5 p.p. em termos acumulados até final de 2006. O paralelismo entre a evolução das taxas de juro do mercado monetário e do custo de financiamento das empresas reflecte o facto de, em Portugal, uma grande parte da dívida financeira contraída pelas sociedades não financeiras ser de curto prazo ou indexada às taxas de juro do mercado monetário, implicando uma transmissão rápida dos impulsos da política monetária ao custo efectivo da totalidade da dívida das empresas.

Além disso, deve realçar-se que o forte aumento da dívida financeira, tal como evidenciado no Gráfico 1, não se reflectiu, na mesma proporção, no grau de alavanca financeira³ das empresas, na medida em que esta expansão foi acompanhada por um crescimento, ainda que inferior, dos capitais próprios das empresas, permitindo, dessa forma, uma significativa acumulação de activos por parte das empresas. A medida de alavanca financeira, calculada com informação proveniente das contas nacio-

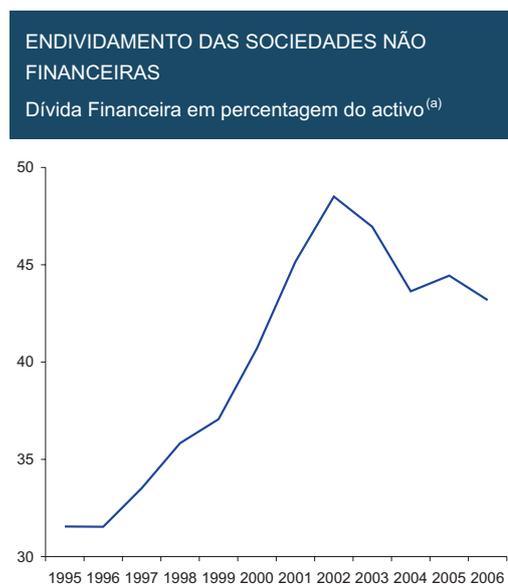
Gráfico 4



Fonte: Banco de Portugal (Contas Nacionais Financeiras).

Nota: (a) Rácio entre os juros a pagar de sociedades não financeiras e a dívida financeira, definida como o somatório dos empréstimos e dos títulos de dívida.

Gráfico 5

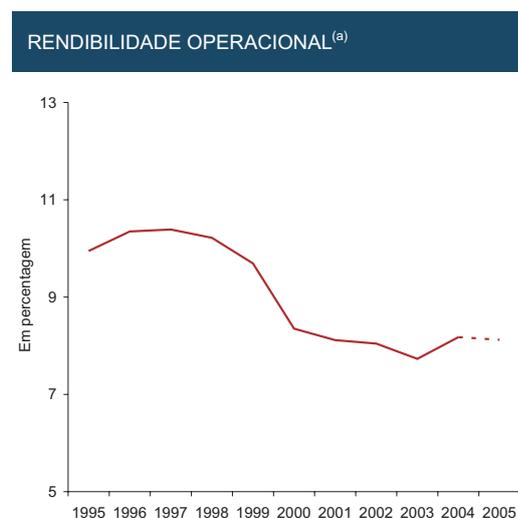


Fonte: Banco de Portugal (Contas Nacionais Financeiras).

Nota: (a) Dívida financeira definida como o somatório dos empréstimos e dos títulos excepto acções. Activo aproximado pela soma dos passivos financeiros, incluindo títulos de dívida.

(3) Considera-se como grau de alavanca financeira a percentagem do activo financiado por dívida financeira, sendo apresentado no Gráfico 5.

Gráfico 6



Fontes: INE (Contas Nacionais não financeiras) e Banco de Portugal (Contas Nacionais Financeiras e Central de Balanços).

Notas: Contas Nacionais até 2004 e estimativa para 2005, com base na Central de Balanços. (a) Rácio entre o resultado operacional (aproximado pelos resultados de exploração brutos ajustado pelos prémios líquido de seguros não vida) e o activo corrigido dos efeitos de valorização em cada período.

nais financeiras, apresenta inclusivamente uma redução a partir de 2002, em linha com o abrandamento da dívida financeira das empresas (Gráfico 5). O significativo aumento evidenciado na segunda metade da década de 90 terá reflectido o aumento das necessidades de financiamento relacionadas com o investimento em capital fixo, reestruturação de grupos económicos, assim como a internacionalização de algumas empresas, num contexto de expansão da economia, desenvolvimento dos mercados financeiros e diminuição acentuada das taxas de juro.

Por sua vez, a rentabilidade operacional apresentou uma redução na segunda metade dos anos 90, situação que poderá ser reflexo da alteração estrutural na economia portuguesa que decorreu do processo de convergência nominal e posterior participação na área do euro. De facto, num contexto de taxas de juro nominais substancialmente mais elevadas do que no actual regime económico, observaram-se margens brutas nominais mais elevadas. A trajectória de redução continuada das taxas de juro nominais, a par de um aumento da concorrência, foi acompanhada de uma compressão da rentabilidade operacional nominal, sem que tal pareça ter implicado uma maior fragilidade financeira das empresas. No período posterior a 2000, a rentabilidade operacional nominal tem-se mantido num nível mais baixo do que no início da amostra (Gráfico 6).

3. DESCRIÇÃO A NÍVEL MICRO DA EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO E DA SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS PORTUGUESAS

3.1. Dados utilizados

Os dados microeconómicos utilizados na análise que se segue correspondem à informação anual da base de dados da Central de Balanços. Os dados apresentam uma cobertura elevada da actividade económica empresarial, com maior ênfase nas empresas de maior dimensão. Dentro do conjunto das pequenas e médias empresas, as empresas com melhor situação financeira encontram-se sobre-re-

presentadas, reflectindo o carácter voluntário do inquérito. Em termos sectoriais⁴, a “indústria transformadora”, “electricidade, gás e água” e “transportes e comunicações” são os sectores que se encontram melhor cobertos. Em 2005, as empresas que apresentavam informação anual simultaneamente para 2004 e 2005 representavam 4.6 por cento das empresas não financeiras, 36.0 por cento do número de pessoas ao serviço e 58.7 por cento do valor acrescentado bruto nominal.

Dadas as especificidades deste estudo, tornou-se necessário impor alguns critérios de selecção do conjunto de empresas a analisar. Neste âmbito, para além da eliminação das observações que apresentavam informação incoerente ou incompleta no reporte, foram também excluídas as observações cujas rubricas referentes a vendas e prestações de serviços, dívida financeira e juros suportados fossem nulas. Para além disso, foram excluídas as empresas cuja natureza jurídica correspondesse a empresário em nome individual, aquelas cujo objecto social principal fosse a detenção de participações sociais, bem como as empresas que não constassem no mínimo três anos consecutivos na base de dados. Adicionalmente, foi ainda imposto um critério referente à taxa de variação anual do imobilizado, procurando eliminar os valores extremos da distribuição⁵. No sentido de garantir a coerência global da aplicação realizada, designadamente que existisse uma relação monótona entre o indicador de encargos com juros e a situação financeira das empresas, foram ainda eliminadas as observações das empresas com resultados operacionais brutos negativos, as quais correspondem a cerca de 10 por cento da amostra. Após a aplicação dos critérios referidos, obtivemos um painel não equilibrado com 29 253 observações, correspondendo a 5 867 empresas. O estudo efectuado nas secções que se seguem restringe-se à análise deste painel de informação, sem qualquer procedimento de generalização para a globalidade das empresas nacionais. Assim sendo, considerações efectuadas para este conjunto de empresas não devem ser extrapoladas para o sector empresarial da economia.

3.2. Evolução do investimento e da situação financeira das empresas portuguesas

Nesta Secção apresenta-se uma descrição do conjunto de empresas em análise no que diz respeito à distribuição da taxa de investimento⁶ realizada pelas empresas, do indicador de encargos com juros e das respectivas componentes, tal como explicitadas na equação (1).

O Gráfico 7 apresenta a distribuição não ponderada das variáveis referidas para os diferentes anos em análise, considerando os percentis simples de ordens 10, 25, 50, 75 e 90. Esta abordagem permite avaliar a evolução da empresa representativa ao longo do tempo (*i.e.*, a empresa mediana em cada ano), bem como possibilita a análise da evolução das empresas financeiramente mais sensíveis. Desse modo, é de salientar a tendência decrescente evidenciada pela taxa de investimento, em particular para as empresas que se encontram acima da empresa mediana, as quais apresentam igualmente uma maior dispersão. Esta assimetria da distribuição observa-se, em maior ou menor escala, em todas as variáveis caracterizadoras das condições financeiras das empresas, sendo mais evidente nas variáveis encargos com juros e custo médio de financiamento da dívida financeira. Em particular, para a variável encargos com juros, em média, a amplitude entre o percentil 90 e o percentil 75 é cerca de quatro vezes e meio a amplitude entre o percentil 25 e o percentil 10. Por sua vez, as distribuições das variáveis endividamento e rentabilidade para além de menos assimétricas revelam uma relativa esta-

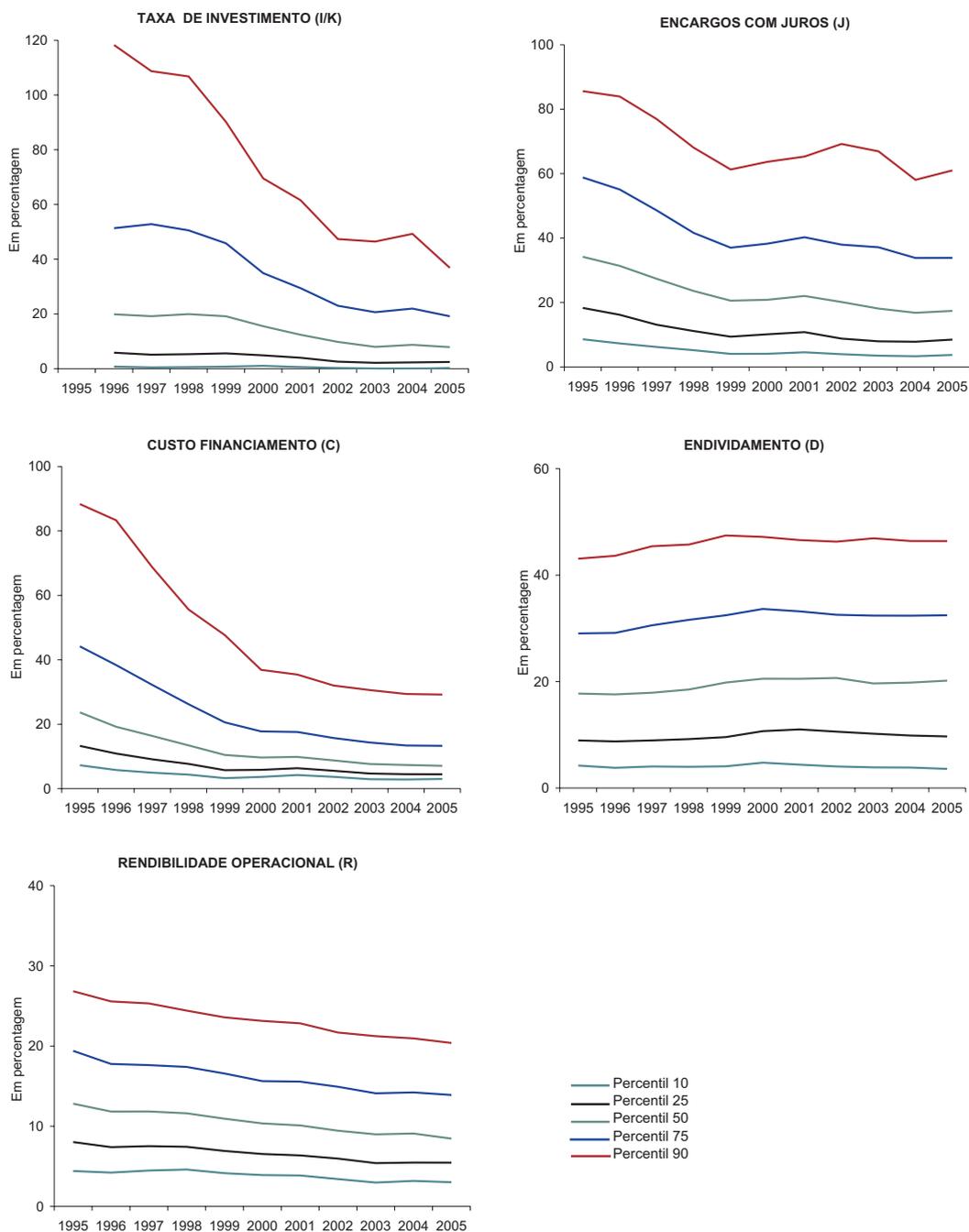
(4) Em 2000, procedeu-se à alteração dos critérios de recolha da base de dados da Central de Balanços, passando a cobrir todos os sectores de actividade à excepção das actividades financeiras, administrações públicas, famílias e organismos extraterritoriais (sobre a Central de Balanços ver o Caderno nº 7, Banco de Portugal).

(5) Neste contexto, foram apenas consideradas as empresas cujo imobilizado registasse um aumento inferior a 500 por cento ou um decréscimo inferior a 75 por cento, o que corresponde à eliminação de aproximadamente 5 por cento das observações da amostra inicial.

(6) A variável taxa de investimento foi construída como o rácio entre a variação do imobilizado da empresa num determinado período e o *stock* de capital em início de período. Por sua vez, o *stock* de capital tem subjacente uma taxa de depreciação constante (de 10 por cento), bem como um valor inicial ajustado de reavaliações futuras.

Gráfico 7

EVOLUÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO E DAS VARIÁVEIS FINANCEIRAS



Nota: As variáveis financeiras apresentadas são as definidas na equação (1). Assim, nos gráficos acima apresentados analisa-se a distribuição do investimento por unidade de stock de capital (I/K), os juros pagos em percentagem do resultado operacional bruto (J), os juros pagos em percentagem da dívida financeira (C), a dívida financeira em percentagem do activo líquido (D) e o resultado operacional bruto em percentagem do activo líquido (R).

bilidade temporal. Deve notar-se que a estabilidade observada na distribuição do endividamento não é incompatível com o aumento da dívida a nível agregado (Gráficos 1 e 5), uma vez que no Gráfico 7 são apresentados os percentis simples, isto é, os percentis da distribuição não ponderada pela dimensão das empresas. O facto de terem sido as empresas para as quais o crescimento da dívida foi mais expressivo corresponderem àquelas que apresentaram maior intensidade de acumulação de

activos, bem como terem sido as grandes empresas as que mais aumentaram o nível de endividamento⁷, conduz a uma distribuição simples com uma evolução muito suave, em contraste com os valores agregados, que correspondem a médias ponderadas desta variável. Neste contexto, refira-se que o crédito concedido pelo sector financeiro português se encontra fortemente concentrado, na medida em que 5 por cento das empresas que recorreram ao crédito representam 80 por cento do crédito concedido. Porém, deve sublinhar-se que, não obstante o risco idiossincrático acrescido apresentado por estas empresas, as taxas de incumprimento que lhe estão associadas são, em geral, reduzidas.

Com o intuito de avaliar a persistência de determinada característica das empresas ao longo de tempo, em particular para as empresas situadas nos extremos da distribuição, efectuou-se a análise das matrizes de probabilidade de transição anual entre diferentes quintis da distribuição (Quadro 1). No que diz respeito à variável encargos com juros, bem como às variáveis nas quais esta se pode desdobrar, observa-se uma elevada persistência das empresas no mesmo quintil da distribuição. Este fenómeno é sobretudo observado nos quintis extremos, onde as probabilidades em questão são sempre superiores a 50 por cento. Em particular, são de salientar as variáveis encargos com juros e endividamento, para as quais a probabilidade de uma empresa que, num determinado ano, se encontra no quintil mais elevado não mudar de quintil é de 64 e 71 por cento, respectivamente. O investimento realizado por uma empresa, por seu turno, parece não apresentar um grau de persistência tão elevado, não obstante a probabilidade de uma empresa se situar no mesmo quintil em dois anos consecutivos ser superior à probabilidade de transição para cada um dos restantes quintis. Note-se ainda que a transição de uma empresa ocorre essencialmente para quintis adjacentes ao quintil no qual a empresa estava inicialmente.

Quadro 1

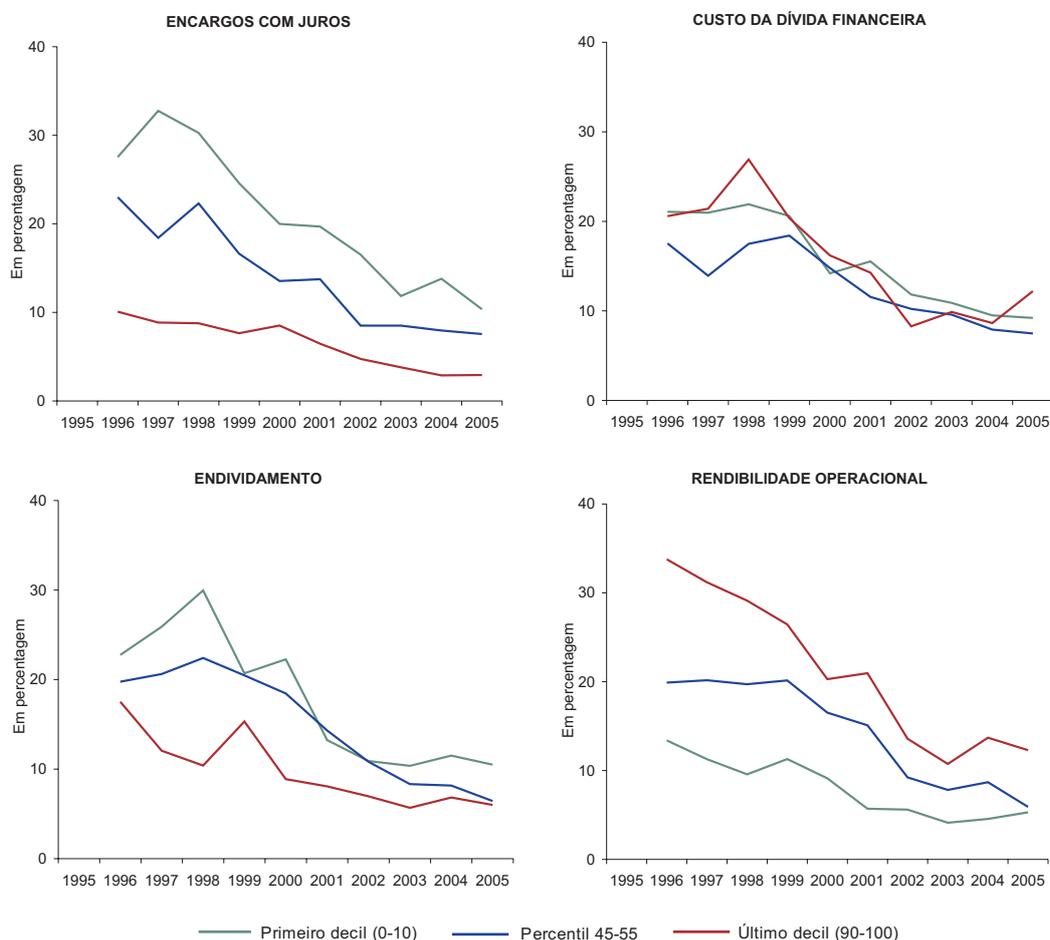
MATRIZES DE PROBABILIDADE DE TRANSIÇÃO										
TAXA DE INVESTIMENTO (I/K)						ENCARGOS COM JUROS (J)				
	1º Quintil	2º Quintil	3º Quintil	4º Quintil	5º Quintil	1º Quintil	2º Quintil	3º Quintil	4º Quintil	5º Quintil
1º Quintil	40%	22%	14%	12%	12%	64%	23%	8%	3%	2%
2º Quintil	24%	28%	21%	16%	11%	21%	43%	23%	9%	4%
3º Quintil	14%	22%	26%	22%	16%	5%	21%	39%	25%	10%
4º Quintil	13%	17%	23%	25%	22%	2%	7%	21%	44%	26%
5º Quintil	14%	16%	18%	25%	28%	2%	4%	9%	22%	64%
CUSTO FINANCIAMENTO (C)						ENDIVIDAMENTO (D)				
	1º Quintil	2º Quintil	3º Quintil	4º Quintil	5º Quintil	1º Quintil	2º Quintil	3º Quintil	4º Quintil	5º Quintil
1º Quintil	53%	25%	11%	6%	5%	62%	22%	8%	5%	2%
2º Quintil	20%	40%	25%	10%	4%	25%	45%	20%	7%	3%
3º Quintil	9%	20%	37%	25%	9%	7%	24%	43%	20%	6%
4º Quintil	5%	9%	20%	41%	25%	3%	7%	24%	48%	18%
5º Quintil	5%	5%	8%	21%	61%	2%	2%	5%	20%	71%
RENDIBILIDADE OPERACIONAL (R)										
	1º Quintil	2º Quintil	3º Quintil	4º Quintil	5º Quintil					
1º Quintil	58%	24%	10%	5%	3%					
2º Quintil	25%	39%	22%	10%	4%					
3º Quintil	9%	23%	36%	23%	8%					
4º Quintil	6%	10%	24%	39%	22%					
5º Quintil	3%	4%	8%	23%	62%					

Nota: Transições empíricas para o período de 1995 a 2005.

(7) A título ilustrativo, as empresas que em 1996 se encontram no percentil 90, em termos do total do activo, representam 77 por cento do total da dívida financeira, valor que compara com 84 por cento em 2005.

Gráfico 8

EVOLUÇÃO DA TAXA DE INVESTIMENTO PARA DIFERENTES NÍVEIS DAS VARIÁVEIS FINANCEIRAS



Nota: Em cada painel encontra-se representado o valor mediano da taxa de investimento para as empresas localizadas no primeiro decil, entre o percentil 45 e o percentil 55 bem como no último decil da distribuição da variável financeira em consideração.

Com base nas distribuições apresentadas, e procurando obter uma primeira percepção da relação existente entre a taxa de investimento de uma empresa e a respectiva situação financeira, calculou-se, em cada ano, a taxa de investimento mediana para o conjunto de empresas que, no ano anterior, se encontravam em diferentes percentis da distribuição das variáveis financeiras em consideração (Gráfico 8). Em particular, consideraram-se as empresas situadas no primeiro decil, no último decil e as empresas situadas entre o percentil 45 e o percentil 55. Na generalidade, a observação gráfica sugere que as variáveis financeiras têm impacto sobre as decisões de investimento das empresas. De facto, as empresas com encargos com juros mais elevados tendem a apresentar, no ano seguinte, taxas de investimento inferiores. Este efeito parece ter origem sobretudo na heterogeneidade entre empresas no que diz respeito à rentabilidade operacional e ao endividamento, sendo menos evidente na distribuição da variável que aproxima o custo médio da dívida financeira de cada empresa.

4. ANÁLISE ECONOMÉTRICA

4.1. Metodologia e modelo a estimar

Nesta secção procura testar-se empiricamente a hipótese de que as decisões de investimento das empresas se encontram dependentes da sua situação financeira bem como caracterizar a forma como essa relação se poderá manifestar. Assim, adoptou-se a seguinte especificação econométrica:

$$\text{Inv}_{it} = \alpha_i + \gamma \text{Inv}_{it-1} + \beta X_{it-1} + \delta \Delta \text{Vendas}_{it-1} + \varphi \text{Dimensão}_{it-1} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

onde a taxa de investimento (Inv_{it}), definida como o rácio do investimento relativamente ao *stock* de capital, é a variável dependente. Considerou-se que o investimento é função do investimento realizado no período anterior, devido à persistência expectável desta variável associada a custos de ajustamento do *stock* de capital, bem como de outras variáveis caracterizadoras da situação financeira das empresas portuguesas (X_{it-1}), apresentadas em logaritmo e como desvios face à média amostral para facilitar a leitura dos resultados, nomeadamente dos encargos com juros (j), do custo de financiamento (c), do endividamento (d) e da rentabilidade operacional bruta (r)⁸. Nas equações estimadas controlou-se para a dimensão da empresa, medida pelo logaritmo do activo total a preços constantes, igualmente em termos de desvios face à média amostral (Dimensão_{it-1}), e para o potencial de crescimento da empresa, medido pela taxa de crescimento do logaritmo das vendas ($\Delta \text{Vendas}_{it-1}$). Foram ainda consideradas *dummies* temporais e sectoriais, com o intuito de controlar a influência, respectivamente, do contexto macroeconómico sobre o investimento, comum a todas as empresas, e do sector de actividade em que a empresa opera.

Os problemas de endogeneidade na equação especificada conduziram à utilização do *System GMM*, proposto por Arellano e Bover (1995) e analisado em detalhe em Blundell e Bond (1998). Este método representa uma extensão do estimador apresentado inicialmente por Arellano e Bond (1991), sendo as equações estimadas em níveis e em diferenças, e tendo como instrumentos os valores desfasados das variáveis explicativas não estritamente exógenas.

Numa primeira fase implementou-se a especificação acima apresentada, avaliando o impacto sobre a taxa de investimento das variáveis caracterizadoras da situação financeira das empresas portuguesas em análise. De seguida, averiguou-se a existência de efeitos diferenciados relativamente à fase do ciclo económico bem como ao nível de internacionalização, dimensão, número de instituições financeiras com que a empresa detém relações creditícias e existência de situações de crédito em incumprimento.

4.2. Resultados

Em todas as regressões efectuadas o coeficiente associado à taxa de investimento desfasada um período apresenta valores positivos, em conformidade com a generalidade das abordagens empíricas ao investimento empresarial ao nível micro-económico (e.g. Benito e Young (2002) e Bond (2002)). A dimensão da empresa⁹ apresenta um coeficiente negativo, o que sugere que empresas de maior di-

(8) A especificação apresentada corresponde a considerar, por exemplo, para o rácio de encargos com juros (J) a variável $j_t = \ln(J_t) - \overline{\ln(J)}$, em que $\overline{\ln(J)}$ é a média amostral.

(9) Medida pelo logaritmo (natural) do activo a preços constantes.

mensão tendem a apresentar taxas de investimento inferiores, em linha com o que seria de esperar pelo facto de serem empresas mais amadurecidas no respectivo ciclo de vida. Por sua vez, o crescimento das vendas, variável que procura captar o potencial de crescimento da empresa, apresenta um coeficiente positivo, validando a ideia de que o investimento de uma empresa é sensível a alterações na procura que lhe é dirigida. Relativamente às variáveis financeiras, observa-se que a variável encargos com juros é relevante na análise do investimento das empresas portuguesas, contribuindo de uma forma negativa para a evolução do mesmo (coluna 1 do Quadro 2). Resultado semelhante foi obtido por Benito e Young (2002)¹⁰ e por Benito e Hernando (2002), para uma amostra de empresas do Reino Unido e Espanha, respectivamente. Este resultado encontra-se também em linha com os resultados encontrados por Nickell e Nicolitsas (1999), que estabelecem, para empresas do Reino Unido, uma relação entre a pressão financeira e o emprego, salários e produtividade. No Quadro 2 (coluna 2) são também apresentados os resultados da estimação considerando como regressores as variáveis financeiras que constam da decomposição apresentada na equação (1), nomeadamente o custo médio de financiamento, o endividamento e o inverso da rentabilidade operacional bruta. Estas variáveis foram introduzidas na regressão após transformação logarítmica e em desvios face à sua média amostral, sendo a igualdade de parâmetros passível de ser testada formalmente. De facto, a observação simples dos coeficientes associados às três variáveis em questão sugere que os parâmetros as-

Quadro 2

ESTUDO ECONOMÉTRICO DA TAXA DE INVESTIMENTO (Inv_t)				
	ESPECIFICAÇÃO BASE		EFEITO CICLO $D_t = 1$ se $t \in \{2001, \dots, 2005\}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Inv_{t-1}	0.0475 (0.000)	0.0493 (0.000)	0.0453 (0.000)	0.0485 (0.000)
$Dimensão_{t-1}$	-0.0253 (0.000)	-0.0258 (0.000)	-0.0254 (0.000)	-0.0257 (0.000)
$\Delta Vendas_{t-1}$	0.0854 (0.000)	0.0963 (0.000)	0.0809 (0.000)	0.0966 (0.000)
$Encargos\ com\ juros_{t-1}$	-0.0556 (0.011)		-0.0617 (0.006)	
$Custo\ financiamento_{t-1}$		-0.0388 (0.218)		-0.0173 (0.626)
$Endividamento_{t-1}$		-0.0668 (0.033)		-0.0479 (0.136)
$(Inverso\ da)\ Rentabilidade_{t-1}$		-0.0215 (0.003)		-0.0204 (0.057)
$Encargos\ com\ juros_{t-1} D_{t-1}$			-0.0199 (0.125)	
$Custo\ financiamento_{t-1} D_{t-1}$				-0.0372 (0.258)
$Endividamento_{t-1} D_{t-1}$				-0.0416 (0.130)
$(Inverso\ da)\ Rentabilidade_{t-1} D_{t-1}$				0.0019 (0.876)
Hansen (<i>p-value</i>)	0.866	0.782	0.916	0.854
AR 1 (<i>p-value</i>)	0.000	0.000	0.000	0.000
AR 2 (<i>p-value</i>)	0.654	0.681	0.651	0.739
Número de observações	17 519	17 519	17 519	17 519
Número de empresas	5 867	5 867	5 867	5 867

Nota: Estimadores *system GMM*, utilizando a rotina *xtabond2* (em Stata 9.0), desenvolvida em Roodman (2005). Em todas as estimações foram utilizados como instrumentos valores desfasados da variável taxa de investimento. Para as equações às diferenças utilizou-se a taxa de investimento desfasada dois e três períodos, enquanto que para as equações em nível foi utilizado como instrumento a taxa de investimento desfasada dois períodos. As variáveis dimensão e crescimento das vendas foram consideradas como instrumentos *standard*, pese embora a variável crescimento vendas fosse apenas instrumento para as equações em nível. Na estimação apresentada na coluna (1) utilizou-se também como instrumento para as equações às diferenças a variável encargos com juros desfasada três e quatro períodos. Na estimação apresentada na coluna (2) os instrumentos adicionais para as equações às diferenças são a variável endividamento desfasada dois e três períodos e para as equações em nível a variável custo da dívida desfasada três e quatro períodos. A variável rentabilidade foi considerada estritamente exógena. Por último, nas estimações apresentadas nas colunas (3) e (4) valores desfasados dos termos de interacção das variáveis financeiras com a variável categórica foram utilizados como instrumentos da mesma forma que as variáveis financeiras originais.

(10) Além da avaliação do impacto da pressão financeira no investimento, foi também avaliado o impacto desta variável noutras variáveis financeiras, nomeadamente na política de dividendos da empresa. Porém, os resultados não se revelaram significativos.

sociados a estas variáveis sejam diferentes, o que é corroborado pelo teste de Wald de igualdade parâmetros. Os sinais dos coeficientes estimados são coerentes com a literatura. Por um lado, as empresas que registam um custo da dívida superior, ou um nível de endividamento mais elevado, tendem a apresentar uma taxa de investimento inferior no ano seguinte, pese embora apenas no segundo caso o coeficiente associado seja estatisticamente significativo. Por outro lado, empresas que apresentam uma rendibilidade reduzida tendem a apresentar taxas de investimento inferiores no ano seguinte.

Nas colunas (3) e (4) do mesmo quadro apresentam-se os resultados das especificações econométricas anteriormente apresentadas, mas admitindo que os coeficientes associados às variáveis financeiras podem ser diferenciados consoante o enquadramento macroeconómico. Assim, a amostra foi dividida em dois sub-períodos: o primeiro caracterizado por crescimento elevado do produto interno bruto (1995-2000) e o segundo por forte abrandamento da actividade económica (2001-2005), aos quais foi atribuída uma variável categórica que se introduziu na regressão a interagir com as variáveis financeiras em estudo. Os coeficientes respeitantes às variáveis financeiras no período de crescimento económico mais baixo não são estatisticamente diferentes dos coeficientes para o período de 1995 a 2000, sugerindo a não existência de uma sensibilidade diferenciada do investimento às diferentes variáveis financeiras ao longo do ciclo económico. Porém, a observação dos coeficientes das *dummies* temporais¹¹ sugere uma diferença substancial no nível da taxa de investimento observado nos dois períodos em análise, corroborando a existência de taxas de investimento mais baixas em períodos de abrandamento económico, como seria expectável, dado o carácter fortemente pró-cíclico do investimento.

No sentido de caracterizar melhor os factores subjacentes à influência que a situação financeira das empresas pode ter sobre as decisões de investimento, ensaiaram-se especificações adicionais que procuram salientar o papel que outras características das empresas podem ter na determinação da sensibilidade do investimento à variável encargos com juros. Nesse sentido, procurou investigar-se a existência de efeitos sistemáticos associados à intensidade com que a empresa participa nos mercados de exportação, à sua dimensão, bem como à diversidade de relações bancárias que a empresa mantém, assim como verificar em que medida os efeitos são mais acentuados no conjunto de empresas com crédito em incumprimento, as quais tendem a ter uma situação financeira mais precária.

Começou por analisar-se o efeito da presença no mercado externo sobre o coeficiente da variável encargos com juros, controlando para o efeito directo que essa presença possa ter sobre a taxa de investimento. Assim, este procedimento consistiu em estimar o seguinte modelo:

$$\text{Inv}_{it} = \alpha_i + \gamma \text{Inv}_{it-1} + j_{it} [\beta_0 D_{it-1}^{NE} + \beta_1 D_{it-1}^E + \beta_2 S_{it-1} + \beta_3 S_{it-1}^2] + \lambda_0 D_{it-1}^E + \lambda_1 S_{it-1} \lambda_2 S_{it-1}^2 + \delta \Delta \text{Vendas}_{it-1} + \varphi \text{Dimensão}_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

na qual se consideram variáveis referentes à participação das empresas no comércio internacional a interagir com a variável encargos com juros (j_{it}). Nesse sentido, foram incluídas na regressão a proporção das vendas para o mercado externo da empresa i no período t (s_{it}) e as variáveis categóricas D_{it}^E e D_{it}^{NE} que assumem o valor um, respectivamente, quando a empresa i no período t é uma empresa exportadora e a empresa i no período t não apresenta vendas nos mercados externos. O coeficiente β_0 é interpretado, neste contexto, como a sensibilidade do investimento em relação aos encargos com juros, nos casos em que a totalidade da produção de bens e serviços é colocada no mercado nacional. Relativamente às empresas exportadoras, por comparação com as restantes, é razoável admitir

(11) Estes coeficientes não se encontram reportados no presente trabalho.

que existem duas forças a condicionar uma maior ou menor sensibilidade. Por um lado, as empresas que estão presentes nos mercados de exportação tendem a apresentar produtividade mais elevada (veja-se e.g. Jensen, Redding e Schott (2007)), devendo as respectivas decisões de investimento depender essencialmente de alterações na produtividade marginal do capital, sendo menos relevante a respectiva situação financeira. Por outro lado, à medida que aumenta a proporção do volume de negócios nos mercados de exportação é de esperar que as empresas estejam crescentemente sujeitas a uma concorrência mais agressiva, de natureza global, podendo suceder que o investimento se torne progressivamente mais sensível à posição financeira da empresa, por via da maior exposição à concorrência no conjunto dos mercados de destino. No Quadro 3 (coluna (1)) apresentam-se os valores estimados para a equação acima apresentada, sendo de salientar o comportamento diferenciado das empresas exportadoras em contraponto com as empresas não exportadoras. Para as empresas não exportadoras os resultados sugerem que o investimento das empresas se encontra condicionado pelos encargos com juros, uma vez que β_0 apresenta um valor negativo e estatisticamente significativo. Para as empresas exportadoras é de salientar o efeito directo positivo que a presença no mercado externo parece ter sobre a taxa de investimento bem como o impacto (não linear) da quota de exportação sobre o coeficiente da variável encargos com juros, em linha com a argumentação anterior. Os sinais de β_2 e β_3 apontam para que, no conjunto das empresas exportadoras, se verifique uma relação em “U-invertido” entre a proporção da produção colocada nos mercados externos e a sensibilidade do investimento à situação financeira das empresas, pese embora os coeficientes não sejam estatisticamente significativos para um grande parcela da amostra. No Gráfico 9 apresentam-se as estimativas pontuais para o impacto marginal da variável encargos com juros no espaço da proporção das vendas afectas aos mercados de exportação, assim como os respectivos intervalos de confiança a 95 por cento de probabilidade. A leitura do gráfico permite concluir que, a 5 por cento de significância, não é possível rejeitar que tal impacto seja negativo e estatisticamente significativo no conjunto de empresas que exportam a quase totalidade da sua produção e que, para as restantes, este não será estatisticamente diferente de zero.

Outro aspecto que procurou aprofundar-se na análise desenvolvida prende-se com a possibilidade da sensibilidade do investimento depender da dimensão da empresa. Esta questão constitui um aspecto relevante em termos de política económica, já que é de esperar que as empresas de menor dimensão enfrentem maiores constrangimentos na obtenção de financiamento externo, por serem mais opacas em termos de informação publicamente disponível. Nesse sentido, fez-se uma nova estimação do modelo base, apresentado na equação (2), mas considerando que o coeficiente da variável encargos com juros varia linearmente com a dimensão¹², isto é,

$$\beta = \beta_0 + \beta_1 [\text{Dimensão}_{it-1}]$$

em que a variável Dimensão_{it} corresponde aos desvios do logaritmo natural do activo total de cada empresa (a preços constantes), face à respectiva média amostral, conforme referido anteriormente. Face ao exposto, seria de esperar que o valor estimado para o coeficiente β_1 fosse positivo, uma vez que as empresas maiores tenderiam a tomar as respectivas decisões de investimento de acordo sobretudo com a rendibilidade marginal do capital, sendo menos relevantes os aspectos associados à sua estrutura financeira. As estimações obtidas corroboram esta tese (coluna (2) do Quadro 3 e Gráfico 9). No caso das empresas de elevada dimensão, o facto de apresentarem encargos com juros mais elevados num determinado período não constitui constrangimento relevante ao investimento no futuro. Este facto pode ser justificado pelo carácter mais persistente e faseado do investimento destas

(12) Foi ensaiada uma especificação com um termo quadrático que não se revelou estatisticamente significativo.

Quadro 3

IMPACTO DIFERENCIADO SOBRE A TAXA DE INVESTIMENTO (Inv_{it})				
	EFEITO MERCADO EXTERNO	EFEITO DIMENSÃO	EFEITO RELAÇÕES BANCÁRIAS	EFEITO CRÉDITO EM MORA
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ψ_{it-1}	Quota Exportação	Dimensão	Número de relações bancárias	
Inv_{it-1}	0.0529 (0.000)	0.0507 (0.000)	0.0368 (0.000)	0.0476 (0.000)
Dimensão $_{it-1}$	-0.0251 (0.000)	-0.022 (0.000)	-0.0281 (0.000)	-0.0254 (0.000)
$\Delta Vendas_{it-1}$	0.0833 (0.000)	0.088 (0.000)	0.08 (0.000)	0.0888 (0.000)
Encargos com juros $_{it-1} \cdot \bar{D}_{it-1}$	-0.0631 (0.009)		-0.0671 (0.267)	-0.048 (0.020)
Encargos com juros $_{it-1} \cdot D_{it-1}$	-0.0211 (0.638)		-0.2005 (0.000)	0.0491 (0.446)
Encargos com juros $_{it-1}$		-0.0442 (0.030)		
Encargos com juros $_{it-1} \cdot \Psi_{it-1}$	0.2054 (0.379)	0.0187 (0.048)	0.0535 (0.010)	
Encargos com juros $_{it-1} \cdot \Psi_{it-1}^2$	-0.2938 (0.189)		-0.0038 (0.048)	
Ψ_{it-1}	-0.0284 (0.636)		-0.0058 (0.010)	
Ψ_{it-1}^2	0.0263 (0.664)		-0.0038 (0.048)	
D_{it-1}	0.0146 (0.109)			-0.0973 (0.017)
Hansen (<i>p-value</i>)	0.492	0.874	0.730	0.848
AR 1 (<i>p-value</i>)	0.000	0.000	0.000	0.000
AR 2 (<i>p-value</i>)	0.437	0.619	0.945	0.657
Número de observações	17 519	17 519	17 519	17 519
Número de empresas	5 867	5 867	5 867	5 867

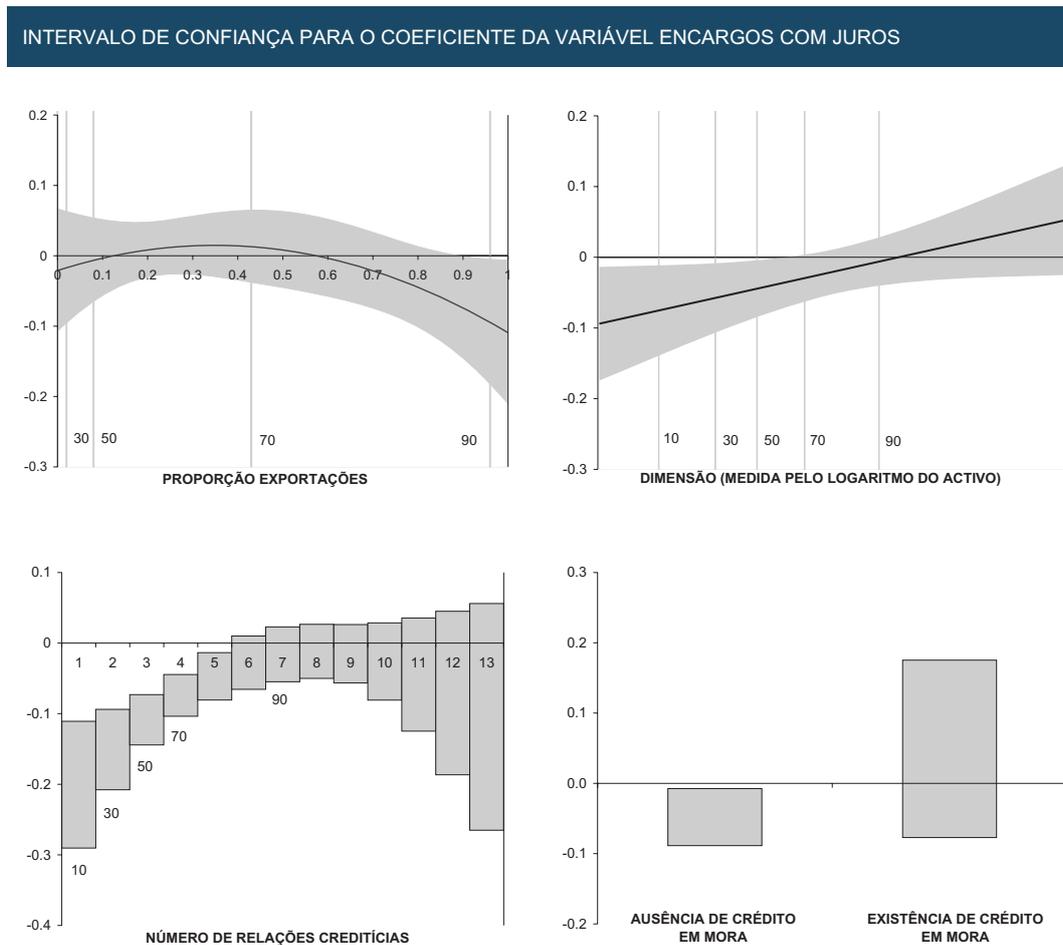
Notas: A variável Ψ_{it-1} corresponde à quota de exportação, à dimensão e ao número de relações bancárias nas estimações apresentadas nas colunas (1), (2) e (3), respectivamente. Na estimação apresentada na coluna (1) a variável categórica D_{it-1} assume o valor um se a empresa i no período $t-1$ exportou e assume o valor zero se não exportou, enquanto a variável categórica \bar{D}_{it-1} assume o valor um se a empresa i no período $t-1$ não exportou e assume o valor zero se a empresa apresenta quota exportação estritamente positiva. Na estimação apresentada na coluna (3) a variável categórica D_{it-1} assume o valor um se a empresa i no período $t-1$ detém relações creditícias com instituição financeiras e assume o valor zero se tal não se verificar, enquanto a variável categórica \bar{D}_{it-1} assume o valor um se a empresa i no período $t-1$ não detém relações creditícias com instituição financeiras e assume o valor zero se tal não se verificar. Na estimação apresentada na coluna (4) a variável categórica D_{it-1} assume o valor um se a empresa i no período $t-1$ apresenta crédito em incumprimento e assume o valor zero se tal não se verificar, enquanto a variável categórica \bar{D}_{it-1} assume o valor um se a empresa i no período $t-1$ não apresenta crédito em incumprimento e assume o valor zero se tal não se verificar. Estimadores *system GMM*, utilizando a rotina *xtabond2* (em Stata 9.0), desenvolvida em Roodman (2005), tal como no Quadro 2. Relativamente aos instrumentos, para além dos instrumentos mencionados no Quadro 2, foram considerados para as equações às diferenças os valores das variáveis $j_{it} D_{it}$ e $j_{it} \bar{D}_{it}$ e, para as equações em nível os valores das variáveis $j_{it} \Psi_{it}$ e $j_{it} \Psi_{it}^2$, referidos a $t-3$ e $t-4$, quando aplicável. Os restantes regressores adicionais foram considerados estritamente exógenos.

empresas, sendo os encargos com juros o resultado do ciclo de investimento que a empresa está a levar a cabo.

Adicionalmente, procurou analisar-se se a sensibilidade do investimento aos encargos com juros dependia de outras variáveis caracterizadoras da posição financeira da empresa, nomeadamente o número de instituições bancárias com que a empresa detém relações creditícias e a verificação de situações de crédito em incumprimento¹³. Para averiguar o impacto do número dos mencionados relacionamentos bancários estimou-se um modelo análogo ao apresentado na equação (3) mas onde a variável proporção de exportações foi substituída pela variável número de relacionamentos bancários. Na literatura não existe consenso relativamente ao impacto do número de relacionamentos bancários na disponibilidade de financiamento. Por um lado, uma linha da literatura, onde se salienta os

(13) A informação referente a esta variável consta na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC), que consiste numa base de dados gerida pelo Banco de Portugal, com informação prestada por todas as instituições que concedem créditos, apresentando os montantes que se encontram em situação regular e em incumprimento (sobre a CRC ver o caderno nº 5 do Banco de Portugal). A variável número de instituições bancárias com que uma empresa detém relações creditícias corresponde ao número de instituições financeiras que no seu balanço reportaram responsabilidades patrimoniais da empresa em questão. Considera-se que uma empresa apresenta crédito em incumprimento se, no final do ano, alguma instituição financeira reportou responsabilidades em mora ou contencioso.

Gráfico 9



Nota: Nos diferentes painéis são apresentados intervalos de confiança, calculados a 95 por cento de confiança, do coeficiente da variável encargos com juros, como função da proporção de exportações, da dimensão, do número de relações bancárias creditícias e da existência de crédito em mora. Adicionalmente, são também apresentados diferentes percentis da distribuição das variáveis proporção de exportações, dimensão e número de relações bancárias creditícias. Note-se, contudo, que no painel referente à proporção de exportações são apenas consideradas as empresas exportadoras, quer para o intervalo de confiança quer para os percentis apresentados.

trabalhos de Fama (1985) e Petersen e Rajan (1994), argumenta que a existência de relações próximas com um número reduzido de instituições bancárias aumenta a disponibilidade de financiamento adicional, bem como tem associadas melhores condições do mesmo. Por outro lado, Rajan (1992) e Bolton e Scharfstein (1996) sugerem que a estrutura de dívida óptima está dependente de uma renegociação eficiente, o que tem subjacente um número de bancos suficientemente alargado. O sinal dos valores estimados para os coeficientes β_2 e β_3 , apresentados na coluna (3) do Quadro 3, corroboram a tese de que manter múltiplas relações bancárias aumenta o poder negocial da empresa, sendo que, para a generalidade das empresas consideradas na análise, o aumento do número de relações bancárias contribui para enfraquecer a sensibilidade do investimento à situação financeira de partida.

Por último, analisou-se se a sensibilidade do investimento aos encargos com juros é diferenciada no caso das empresas com crédito em incumprimento, as quais são cerca de 4 por cento da amostra analisada. Os resultados obtidos sugerem que o investimento das empresas com créditos em atraso é, em média, significativamente inferior ao das empresas sem créditos em atraso (coluna (4) do Quadro 3). Além disso, o investimento não revela ser estatisticamente sensível a alterações nos encargos com juros, na medida em que melhorias marginais na respectiva situação financeira deverão beneficiar, em primeiro lugar, os credores.

5. CONCLUSÕES

O endividamento das sociedades não financeiras, quando avaliado em percentagem do PIB, apresentou desde meados da década de 90 um aumento muito significativo. Este aumento também foi observado nos indicadores calculados a partir de rubricas de balanço deste sector, designadamente o rácio entre a dívida financeira e o activo total das empresas, apesar da evolução deste indicador ter sido menos marcada, assistindo-se mesmo a uma reversão do seu nível no período mais recente. O aumento do endividamento teve lugar num quadro de redução do nível médio das taxas de juro nominais que esteve associado ao processo de convergência nominal e participação na área do euro, sendo, desta forma, o resultado de uma alteração do nível sustentável da dívida deste sector. Neste contexto, o aumento do endividamento agregado deverá ser qualificado com indicadores que fazem apelo à capacidade das empresas para servir a respectiva dívida, designadamente o acompanhamento do rácio entre os juros a pagar e os resultados correntes das empresas, assim como a distribuição deste indicador entre empresas. Em termos agregados, este indicador tem-se situado, nos anos mais recentes, num nível mais baixo do que em meados da década de 90, tendo sido observada uma redução mais pronunciada para as empresas que apresentavam inicialmente níveis mais elevados. A evolução deste indicador corrobora a ideia de que o forte aumento do endividamento das empresas corresponderá a uma alteração estrutural associada ao novo regime económico subjacente à participação na área do euro, caracterizado por um nível e volatilidade das taxas de juro mais baixos do que os observados no passado em Portugal.

Do ponto de vista do acompanhamento da estabilidade financeira é relevante dar destaque ao facto de terem sido as empresas de maior dimensão as que apresentaram ritmos de crescimento da dívida financeira mais intensos no período amostral. Contudo, no período em análise, a intensidade de acumulação de activos foi igualmente mais elevada no conjunto de empresas de maior dimensão, situação que corresponde, em parte, à dinâmica de reestruturação e internacionalização dos grupos económicos portugueses. Deve acrescentar-se ainda que a carteira de crédito a empresas dos bancos portugueses apresenta uma concentração significativa num conjunto reduzido de grandes empresas, as quais, apesar de apresentarem um risco idiossincrático acrescido, têm associados, em geral, rácios de incumprimento reduzidos.

O acompanhamento de indicadores deste tipo é tão mais relevante quanto a situação financeira do sector empresarial seja susceptível de condicionar o desenvolvimento da actividade real, num contexto de mercados de financiamento imperfeitos. Neste estudo investigaram-se as decisões de investimento de um conjunto de empresas não financeiras, usando dados ao nível individual para o período entre 1995 e 2005. Em particular, procurou aferir-se de que forma a pressão financeira de uma empresa, avaliada pela proporção dos resultados operacionais afecta ao pagamento de juros em cada período, condiciona o investimento realizado pela mesma no período seguinte. Neste contexto, os resultados obtidos para as empresas presentes na amostra sugerem que a situação financeira é relevante para a evolução do investimento.

Assim, para o conjunto de empresas consideradas encontrou-se uma relação negativa entre as variáveis que medem a pressão financeira das empresas e o respectivo investimento. Todavia, esta sensibilidade não é uniforme entre empresas, dependendo de algumas características específicas das mesmas. Em particular, verifica-se que o investimento é menos sensível à pressão financeira para as empresas de maior dimensão e não releva qualquer sensibilidade se a empresa apresenta crédito em incumprimento. Saliente-se, no entanto, que as empresas que apresentam situações de incumprimento tendem a apresentar taxas de investimento inferiores. A participação no comércio internacional

bem como o número de relacionamentos bancários têm um efeito não linear sobre a sensibilidade do investimento à pressão financeira enfrentada pela empresa. Porém, para a generalidade das empresas presentes na amostra, a maior participação no comércio mundial e um maior número de relacionamentos bancários traduzem-se numa diminuição da sensibilidade do investimento à situação financeira. Quando considerados factores comuns a todas as empresas, nomeadamente o contexto macroeconómico, não parecem existir efeitos diferenciados na sensibilidade do investimento à situação financeira entre períodos de abrandamento e expansão da actividade económica (não obstante a componente pró-cíclica que caracteriza o investimento).

REFERÊNCIAS

- Amador, J. e Coimbra, C. (2007), "Characteristics of the Portuguese economic growth: what has been missing?", *Working Paper*, nº 8, Banco de Portugal.
- Almeida, V. e Félix, R. (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", *Boletim Económico*, Outono, Banco de Portugal, pp.75-92.
- Arellano, M. e Bond, S., (1991), "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", *Review of Economic Studies*, vol.58, pp. 277-297.
- Arellano, M. e Bover, O., (1995), "Another look at the instrumental-variable estimation of error-components models", *Journal of Econometrics*, vol. 68, pp. 29-52.
- Banco de Portugal (2003), Central de Responsabilidades de Crédito, *Cadernos*, nº 5.
- Banco de Portugal (2005), Central de Balanços, *Cadernos*, nº 7.
- Benito, A., e Young, G., (2002), "Financial Pressure and Balance Sheet Adjustment by UK firms", Banco de Inglaterra, *Working Paper*, nº 168.
- Benito, A., e Hernando, I., (2002), "Extricate: Financial Pressure and Firm Behaviour in Spain", Banco de España, *Working Paper*, nº 0227.
- Bernanke, B. e Gertler, M. (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *The American Economic Review*, vol. 79, nº 1, pp. 14-31.
- Bernanke, B., Gertler, M. e Gilchrist, S., (1996), "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 78(1), pp. 1-15.
- Bernanke, B., Gertler, M. e Gilchrist, S. (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", *Handbook of Macroeconomics*, vol.1 C, *Handbooks in Economics*, vol.15, Amsterdam: Elsevier, pp. 1341-1393.
- Blundell, R. W. e Bond, S., (1998), "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", *Journal of Econometrics*, vol.87, nº 1, pp. 115-143.
- Bolton, P. e Scharfstein, D.S., (1996), "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors", *The Journal of Political Economy*, vol.104, nº 1, pp. 1-25.
- Bond, S. (2002), "Dynamic panel data models: A Guide to Micro data Methods and Practice", *Cemmap Working Paper*, CWP09/02.
- Carpenter, Robert E., Fazzari, Steven M., Petersen, Bruce C., Kashyap, Anil K. e Friedman, Benjamin M. (1994), "Inventory Investment, Internal-Finance Fluctuations and the Business Cycle", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1994, nº 2, pp. 75-138.

- Fama, F.E., (1985), "What's Different About Banks?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, pp. 29-39.
- Farinha, L. (1995), "Investimento, Restrições de Liquidez e Dimensão das Empresas: uma Aplicação ao Caso Português", *Boletim Económico*, Dezembro, Banco de Portugal, pp. 69-78.
- Fazzari, Steven M.; Hubbard, R. Glenn e Petersen, Bruce C. (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1988, nº 1, pp. 141-206.
- Hernando, I. e Martinez-Carrascal, C., (2003), "The Impact of Financial Variables on firms' Real Decisions: Evidence From Spanish Firm-Level Data", Banco de España, *Working Paper* 0319.
- Hubbard, G. R.,(1998), "Capital-Market Imperfections and Investment," *Journal of Economic Literature*, vol. 36(1), pp. 193-225.
- Jensen, J.B., Redding, S. e Schott, P., (2007) "Firms in International Trade", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, nº 3, pp. 109-130.
- Kaplan, S. N. e Zingales, L., (1997), "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, nº 1, pp. 169-215.
- Kiyotaki, N. e Moore, J., (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 105(2), pp. 211-248.
- Modigliani, F. e Miller, M., (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48, nº 3, pp. 261-297.
- Nickell, S., e Nicolitsas, D., (1999), "How Does Financial Pressure Affect Firms?", *European Economic Review*, vol. 43, pp. 1435-1456.
- Petersen, M.A. e Rajan, R.G., (1994). "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *The Journal of Finance*, vol.49, nº 1, pp. 3-37.
- Rajan, G. R., (1992), "Insiders and Outsiders: the Choice between Informed and Arm's-Length Debt", *The Journal of Finance*, vol. 47, nº 4, pp. 1337-1400.
- Roodman, D. (2005). "Xtabond2: Stata Module to Extend Xtabond Dynamic Panel Data Estimator", *Statistical Software Components*, S435901, Boston College Department of Economics.
- Sharpe, S., (1994),"Financial Market Imperfections, Firm Leverage, and the Cyclicity of Employment", *The American Economic Review*, American Economic Association, vol. 84(4), pp. 1060-1074
- Stiglitz, Joseph E. e Weiss, Andrew (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, vol. 71, nº 3, pp. 393-410.

A CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO EM PORTUGAL*

Mário Centeno**

Carla Machado***

Álvaro A. Novo**

The fundamental impulse that keeps the capitalist engine in motion comes from the new consumers' goods, the new methods of production or transportation, the new markets... [The process] incessantly revolutionizes from within, incessantly destroying the old one, incessantly creating a new one. This process of Creative Destruction is the essential fact about capitalism.

Schumpeter, 1942

1. INTRODUÇÃO

Em cada trimestre, 24 por cento das empresas são criadoras líquidas de emprego e 26 por cento reduzem o seu nível de emprego¹. Os restantes 50 por cento não fazem ajustamentos na dimensão da força de trabalho em cada trimestre, mas promovem, em regra, ajustamentos na sua composição. A evolução líquida do emprego na economia portuguesa está associada a um processo de criação e destruição de emprego que envolve em cada momento 125 mil empresas que empregam 2.1 milhões de trabalhadores.

As estatísticas do mercado de trabalho revelam que nas economias desenvolvidas decorre um processo incessante de criação e destruição de emprego compatível com a formulação Schumpeteriana do crescimento económico. De um ponto de vista microeconómico este processo é caracterizado pela busca do par perfeito entre trabalhadores e empresas, numa dinâmica de ajustamento que pode ser entendida como de “tentativa e erro”. A criação e destruição de emprego, ou seja, o fenómeno de reafectação de emprego, que muitas vezes ocorre na mesma empresa em simultâneo, permite o crescimento da produtividade da economia. Os melhores pares trabalhador/empresa vão sobreviver e perdurar no tempo, os maus pares vão ser dissolvidos e substituídos por outros que, em média, serão mais produtivos (Jovanovic, 1979 e Aghion e Howitt, 1992).

A procura de um emprego é, assim, um dos mais importantes investimentos que os indivíduos realizam no mercado de trabalho, quer quando estão à procura de um emprego alternativo quer, principalmente, quando não têm emprego. O mesmo acontece com as empresas, para quem o preenchimento de um posto de trabalho vago é uma das suas maiores prioridades. Cada um dos lados do mercado, oferta e procura, respectivamente, têm como objectivo que este processo se concretize da forma mais eficiente possível.

* Os autores agradecem ao João Morgado, Jorge Lopes e Pedro Fidalgo do Instituto de Informática do Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social o excelente trabalho realizado com a Base de Dados de Registo de Remunerações da Segurança Social, ao José Albuquerque e ao Gabinete de Estratégia e Planeamento pela cedência dos dados dos Quadros de Pessoal. Uma palavra de apreço à Lucena Vieira pelo excelente apoio informático no tratamento dessa informação. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

*** Gabinete de Estratégia e Planeamento, Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social.

(1) Excluindo da contagem as empresas com um trabalhador que decidem não alterar o seu nível de emprego.

Neste artigo abordamos apenas umas das vertentes da rotação do emprego, aquela que ocorre ao nível da empresa, deixando de lado uma importante dimensão destas rotações, aquela que ocorre ao nível do trabalhador. Na verdade, em cada momento, as empresas contratam novos trabalhadores ao mesmo tempo que outros trabalhadores se separam dessas empresas (seja por despedimento, seja por saída voluntária). Em Portugal, em cada trimestre, 9.5 por cento dos trabalhadores com emprego iniciou a relação laboral há menos de três meses e 9.2 por cento separa-se dos seus empregadores nesse período, transitando alguns directamente para um novo empregador e outros para o desemprego ou inactividade. Assim, os fluxos trimestrais de trabalhadores envolvem 18.7 por cento do volume de emprego em Portugal.

Esta forte actividade de reafecção, quer em termos anuais quer em termos trimestrais, é bem descrita pelo número de diferentes relações laborais que se estabeleceram na economia portuguesa nos últimos anos: entre Janeiro de 2000 e Junho de 2007 foram registados na Segurança Social portuguesa mais de 10.7 milhões de relações laborais distintas (entendidas como uma relação contratual entre um trabalhador e uma empresa), envolvendo 5 milhões de indivíduos. Destes indivíduos, cerca de 2.1 milhões tiveram apenas um empregador e 2.7 milhões de trabalhadores ocuparam postos de trabalho que registaram uma duração inferior à duração mediana, 13 meses.

As taxas de criação e destruição de emprego anuais flutuaram em torno dos 14 e 12 por cento, respectivamente. À semelhança do observado para outras economias desenvolvidas, estas taxas têm apresentado uma tendência de diminuição ao longo do tempo. As taxas trimestrais, que captam flutuações de mais curto-prazo, oscilam em torno dos 6 por cento entre 2001 e 2006. É importante realçar o impacto das novas empresas para o processo de criação de emprego (35 por cento do total), bem como da saída de empresas para o processo de destruição de emprego (40 por cento do total). Em termos internacionais, as taxas anuais estão próximas das observadas para outros países europeus. No entanto, as taxas trimestrais observadas para os EUA e Nova Zelândia, dois países com níveis de protecção ao emprego bastante inferiores aos de Portugal, são ligeiramente superiores, em cerca de 1 ponto percentual (p.p.).

As elevadas taxas de criação e destruição de emprego são comuns à generalidade dos sectores, mas existe uma significativa heterogeneidade sectorial, com a construção e os serviços com taxas de criação e destruição mais altas do que a indústria transformadora. A distribuição das taxas de variação do emprego ao nível da empresa revela uma importante concentração dos fluxos brutos de emprego num número relativamente reduzido de empresas, que têm taxas de expansão e contracção muito elevadas. Esta concentração é menor nos serviços do que na indústria transformadora o que se deve à maior flexibilidade de emprego naquele sector.

A contribuição das empresas de menor dimensão para o processo de criação e destruição de emprego é bastante significativa, ainda que em termos líquidos sejam as grandes empresas que mais contribuem para a criação de emprego. A dinâmica do mercado de trabalho revela, ainda, uma maior criação e destruição de emprego em empresas com salários mais baixos (onde tradicionalmente o capital humano específico é menos importante). Em Portugal, nas empresas com salários mais baixos as taxas de criação e destruição são mais de duas vezes superiores às de salários mais altos, e aquelas contribuem para o essencial da criação líquida de emprego. Na indústria transformadora há mesmo uma significativa perda de emprego nas empresas com salários médios no quintis superiores.

Finalmente, realce-se a diminuição da criação líquida de emprego com a idade da empresa, um resultado compatível com as teorias do ciclo de vida das empresas e a evidência de que não existem fenómenos de *mismatch* regional de emprego significativos, já que, no período 1996-2005, se observa um crescimento líquido do emprego nas 7 regiões portuguesas analisadas.

Estes resultados mostram uma enorme heterogeneidade no processo de reafecção de emprego. As condições de funcionamento do mercado têm um impacto significativo na determinação destes fluxos de emprego. As condições de entrada das empresas, nomeadamente a sua reduzida dimensão no momento de entrada no mercado, e a sua flexibilidade interna inicial (com mercados de trabalho internos pouco desenvolvidos, por exemplo), muitas vezes associada a factores de aprendizagem de novas tecnologias, têm um importante impacto na determinação dos fluxos de emprego.

Adicionalmente, o enquadramento institucional tem um importante impacto sobre alguns aspectos da mobilidade no mercado de trabalho (Antunes e Centeno, 2007). Num artigo recente Haltiwanger *et al.* (2006) estudam a relação entre a regulamentação dos mercados do produto e de trabalho e os fluxos de emprego. Os resultados empíricos da análise de vários países sugerem que a legislação de protecção ao emprego reduz as taxas de reafecção, principalmente nos sectores que requerem ajustamentos no nível de emprego mais frequentes. No essencial, estes resultados estão em linha com os obtidos para Portugal neste artigo. Por exemplo, em comparação com os EUA, a maior diferença nas taxas de reafecção de emprego é observada para o sector dos serviços, aquele que tem uma maior frequência de ajustamentos.

2. A CRIAÇÃO DE EMPREGO E A DESTRUIÇÃO CRIATIVA

A eficiência do funcionamento do mercado de trabalho deve ser medida através da sua capacidade de ajustamento e de criação de novos postos de trabalho, mais produtivos do que aqueles que são destruídos. Os processos de ajustamento caracterizam-se, assim, pela criação e destruição de emprego, fenómenos que, frequentemente, ocorrem em simultâneo dentro da mesma empresa.

A capacidade das empresas ajustarem o seu nível e estrutura de emprego à realidade económica que enfrentam é, assim, um elemento fundamental para a sua competitividade. Da mesma forma, a capacidade de adaptação dos trabalhadores a esses desenvolvimentos constitui um dos factores cruciais para o seu sucesso no mercado de trabalho. A eficiência no funcionamento do mercado de trabalho é o resultado da junção, de forma adequada, das vontades de trabalhadores e empresas. A visão Schumpeteriana do funcionamento das economias modernas foi recentemente formalizada em diversos modelos macroeconómicos, nomeadamente nos modelos de crescimento económico de Aghion e Howitt (1992), em que a inovação endógena gera destruição criativa e crescimento económico, ou nos modelos de *vintage* capital de Caballero e Hammour (1994) em que se enfatiza o papel da entrada e saída de empresas como forma de adopção das novas tecnologias.

De um ponto de vista microeconómico, a importância da reafecção para o funcionamento do mercado de trabalho assenta no conceito de “emprego como um bem de experiência”, tal como definido em Jovanovic (1979). Neste contexto, os novos empregos têm uma qualidade desconhecida e que se vai revelando ao longo do tempo, na medida em que estes são “experimentados”. Como resultado, os bons empregos sobrevivem e os maus empregos são destruídos. Esta forma de ajustamento no mercado de trabalho tem importantes consequências para o seu funcionamento, tal como as apresentadas em Topel e Ward (1992), Farber (1999) ou Arozamena e Centeno (2006).

Ao analisar o funcionamento do mercado de trabalho devemos ter presente que a sua capacidade de ajustamento é potenciada, portanto também limitada, pelo nível de concorrência existente nos mercados de bens e serviços. Na presença de mercados do produto competitivos, o crescimento da produtividade – que se traduz em salários mais altos e mais emprego – é conseguido principalmente através da substituição de empresas pouco produtivas por outras mais produtivas e pela substituição, dentro das empresas existentes, de postos de trabalho pouco produtivos por outros mais eficientes. Desta forma é crucial garantir a existência de um ambiente concorrencial nos mercados que utilizam o

“trabalho” como factor produtivo e que esse ambiente se reflecta na actuação competitiva das empresas no mercado de trabalho.

As alterações no modelo de desenvolvimento económico a uma escala global, com a abertura de mercados anteriormente protegidos, levaram a um reforço do apelo a uma maior flexibilidade na organização dos mercados e, inevitavelmente, também do mercado de trabalho. A alteração do regime económico, na sequência da inserção numa área monetária alargada (partilhada com os outros países da área do euro), trouxe responsabilidades acrescidas ao funcionamento do mercado de trabalho no ajustamento aos choques e flutuações económicas.

O processo de criação e destruição de empregos a que se assiste no mercado de trabalho é mediado pelas instituições vigentes nesse mercado. A legislação laboral protege os empregos directamente através de restrições à capacidade dos empregadores para terminar uma relação laboral, por exemplo enunciando as condições, económicas ou não, em que estes podem exercer essa capacidade. Adicionalmente, na maior parte dos países europeus, são impostos custos financeiros directos, por exemplo sob a forma de indemnizações e de custos processuais, através da obrigatoriedade de realizar o anúncio antecipado das suas intenções de despedir.

A protecção ao emprego surge, na maioria dos países europeus, como a resposta dos governos à necessidade de proteger os trabalhadores face à possibilidade de perda dos seus empregos. No entanto, a limitação da capacidade das empresas em destruir empregos reflecte-se, inevitavelmente, na sua capacidade de criação de novos empregos. Os resultados, em todos os casos, são menores fluxos de criação e destruição de emprego, a manutenção ineficiente de empregos não produtivos e uma menor capacidade das economias na reafecção dos seus recursos.

A discussão em torno do impacto das diferentes provisões da legislação de protecção ao emprego no nível de emprego tem um contributo importante em Lazear (1990). A legislação que estabelece compensações obrigatórias no caso do despedimento dos trabalhadores não tem efeitos reais (por exemplo, no nível do emprego) já que a empresa pode eliminar o efeito dos custos de despedimento através da imposição de uma transferência obrigatória do trabalhador para a empresa no início do contrato, ou em alternativa, baixar o nível de salários inicial. Na prática, dada a dificuldade de implementar a transferência num contexto de restrições de liquidez por parte dos trabalhadores, podemos pensar que o maior impacto da legislação se faz sentir sob a forma de salários mais baixos ao longo de toda a carreira profissional.

A interacção entre as diferentes componentes do sistema de protecção no mercado de trabalho é descrita em Bertola e Rogerson (1997). Os menores fluxos no mercado de trabalho associados à protecção do emprego podem ser compensados pela rotação promovida pelo empregador e que é facilitada pela generosidade do sistema de protecção no desemprego ou outras formas de compressão salarial introduzidas pelo estado providência. O trabalho de Bertola e Rogerson pode ser uma forma de, conceptualmente, se articular de forma integrada os dois sistemas de protecção.

Estes resultados apontam no sentido de se observarem menores taxas de criação e destruição de emprego em países com maior rigidez na legislação laboral. No entanto, na generalidade desses países, essa mesma legislação introduziu mecanismos de flexibilização que, com o decorrer do tempo, geraram uma significativa segmentação e dualização do mercado de trabalho; com a co-existência de um segmento bastante protegido e com baixas taxas de criação e destruição e um segmento em que se concentra a quase totalidade dos ajustamentos de curto prazo da economia, bastante desprotegido e com taxas de criação e destruição ineficientemente elevadas.

A extensa evidência reportada em Davis e Haltiwanger (1999) revela a existência de três principais determinantes da reafecção de emprego numa economia: a distribuição sectorial do emprego e as

distribuições da dimensão e da idade das empresas. No geral, os sectores de serviços têm maiores taxas de reafecção de emprego, mas mesmo os diferentes subsectores da indústria transformadora apresentam taxas de criação e destruição bastante heterogéneas. Assim, economias com maior peso dos serviços tenderão a apresentar taxas de criação e destruição mais elevadas. Estas taxas são, também, menores para empresas de maior dimensão e para as empresas mais velhas. A comparação de taxas de criação e destruição e emprego entre países deve, portanto, ter em conta as diferenças existentes em cada uma destas três dimensões.

3. DADOS

A análise do processo de criação e destruição de emprego na economia portuguesa é feita com base em duas fontes estatísticas alternativas, permitindo não só uma validação cruzada dos resultados, mas sobretudo abordar o tema de ângulos de análise complementares. As fontes estatísticas são os Quadros de Pessoal (QP), recolhidos pelo Gabinete de Estratégia e Planeamento do Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social (GEP/MTSS), e a Base de Dados do Registo de Remunerações da Segurança Social (BDRSS), recolhida pelo Instituto de Informática do MTSS.

Os dados foram todos trabalhados de forma anonimizada e, em situação alguma, a informação agora divulgada permite a identificação de indivíduos ou empresas.

3.1. Quadros de Pessoal

Os QP são uma fonte administrativa criada pela informação recolhida com periodicidade anual (reportada ao mês de Outubro do respectivo ano) pelo GEP/MTSS junto da totalidade das empresas portuguesas com pelo menos um trabalhador, embora não abranja a Administração Pública, entidades que empregam trabalhadores rurais não permanentes e trabalhadores domésticos. A sua característica, quase censitária, faz dos QP uma fonte de informação de enorme importância na análise microeconómica do emprego em Portugal. Os QP permitem seguir longitudinalmente as empresas, os seus estabelecimentos e respectivos trabalhadores.

A análise da rotatividade do emprego com base nos Quadros de Pessoal é desenvolvida através de um sistema concebido para análises longitudinais, concretamente, o Sistema de Informação Longitudinal de Acompanhamento das Trajectórias de Empresas e Estabelecimentos (SILATEE).

O cálculo dos indicadores de fluxos ao nível da empresa considera como principal contagem do volume de emprego, o total de pessoas ao serviço² na empresa num determinado momento do tempo.

A análise é conduzida para o período de 1995 a 2005, último ano disponível. Em 1995, os dados abrangem cerca de 192 mil empresas, que concentram quase 2.2 milhões de pessoas ao serviço, e cerca de 340 mil empresas com um total de quase 3 milhões de pessoas ao serviço, em 2005.

As entradas e saídas das empresas da base SILATEE resultam, teoricamente, da criação de novas empresas e do encerramento de empresas, respectivamente. Porém, apesar do carácter quase censitário, os Quadros de Pessoal nem sempre conseguem ter um percurso longitudinal de informação para todas as empresas existentes. De acordo com a informação anterior ao período desta análise,

(2) Entende-se por pessoas ao serviço o conjunto de pessoas que no período de referência participaram na actividade da empresa qualquer que tenha sido a duração dessa participação e nas seguintes condições: pessoal ligado à empresa por um contrato de trabalho, recebendo em contrapartida uma remuneração; pessoal ligado à empresa, que por não estar vinculado por um contrato de trabalho, não recebe uma remuneração regular pelo tempo trabalhado ou trabalho fornecido (por exemplo, proprietários-gerentes, familiares não remunerados, membros activos de cooperativas); pessoal com vínculo a outras empresas/entidades que trabalharam na empresa sendo por este directamente remunerados; pessoas nas condições das alíneas anteriores, temporariamente ausentes, por férias, conflito de trabalho, formação profissional, assim como por doença e acidente de trabalho.

não se conseguem seguir 12 por cento das empresas em 1995, sendo consideradas “temporariamente ausentes” da base, na medida em que não respondem aos Quadros de Pessoal nesse momento, voltando a integrar a base posteriormente. Note-se, porém, que esta incidência desce para metade em 2004. A informação que se disponibiliza para 2005 não contém o filtro das empresas “temporariamente ausentes” dado que ainda não se dispõe de informação para 2006. Neste sentido, no ano de 2005 consideram-se encerradas todas as empresas que não se encontram na base. Desta forma, para o ano de 2005, as saídas de empresas estão sobrevalorizadas.

3.2. Base de Dados do Registo de Remunerações da Segurança Social

A BDRSS é também uma fonte administrativa, de periodicidade mensal e em constante actualização. Desta forma, constitui uma importante fonte de informação sobre os movimentos de curto prazo no mercado de trabalho.

Os dados da Segurança Social têm vindo a ser utilizados de forma crescente em diversos países com o objectivo de realizar estudos do mercado de trabalho, quer acerca da mobilidade, quer sobre o processo de determinação dos salários (ver, a título de exemplo, os estudos sobre criação e destruição de emprego citados ao longo do texto). A natureza da informação, declarações de remunerações sujeitas a contribuições obrigatórias para o sistema de segurança social português, faz com que a BDRSS tenha, *a priori*, uma qualidade superior a qualquer outra fonte de informação disponível sobre o mercado de trabalho.

A informação da BDRSS utilizada neste estudo cobre o período de Março 2000 a Março de 2007. A partir da BDRSS foi criado o registo de todos os pares trabalhador-entidade empregadora para os quais existe pelo menos um mês de remunerações declaradas à Segurança Social como trabalhador por conta de outrem. Para estes pares, foi guardada a informação correspondente ao primeiro e último mês em que existe remuneração e o número de meses em que, durante este período, há registo de remunerações.

Para cerca de 75 por cento dos empregos assim registados não se observaram interrupções no registo de remunerações e, portanto, foram consideradas relações laborais únicas. Os restantes casos poderiam, ou não, corresponder a períodos de trabalho continuados ao abrigo da mesma relação contratual, o que era necessário identificar. Dada a sua prevalência e dificuldade de identificação, todas as situações em que a interrupção de registo de remuneração tinha duração igual a um mês não foram consideradas como interrupções da relação laboral.

Para as restantes situações (interrupções superiores a um mês) procedeu-se à identificação da justificação para a interrupção do registo de remunerações recorrendo-se a informação adicional constante das bases de dados do Registo de Equivalências de Remunerações, Registo de Desemprego, Registo de Impedimentos Temporários para o Trabalho, Qualificações de Pensionistas e Rendimento Social de Inserção. O critério adoptado para considerar a continuidade de uma relação laboral foi o seguinte: sempre que se observou um período de recebimento de subsídio de desemprego ou qualquer outra prestação não correspondente a uma interrupção laboral temporária (maternidade, paternidade, doença, etc.) foi considerada uma interrupção efectiva da relação laboral/contratual; nos casos em que a informação adicional não era conclusiva optou-se por considerar que se mantinha a relação laboral, de forma a não gerar fluxos espúrios no mercado de trabalho; estas situações correspondem a 7 por cento do total. A exploração exaustiva das bases de dados disponíveis permitiu, assim, qualificar a esmagadora maioria dos períodos de ausência de registo de remunerações anteriormente referidos.

Estas decisões, conjuntamente com o facto de a base de dados apenas contemplar as situações em que existem contribuições efectivas para a Segurança Social, fazem com que os cálculos reportados para a criação e destruição de emprego sejam minorantes dos verdadeiros valores.

4. CONCEITOS

No estudo do processo de criação e destruição de emprego há um conjunto de conceitos elementares que se baseiam no trabalho pioneiro de Davis, Haltiwanger e Schuh (1993). Seguindo essa tradição e com o intuito de permitir comparações internacionais dos resultados são utilizados os seguintes conceitos:

Criação de emprego – A criação de emprego no momento t é igual aos ganhos de emprego para o conjunto de empresas que se expandem ou iniciam actividade entre os momentos t e $t-1$.

Destruição de emprego – A destruição de emprego no momento t é igual às perdas de emprego para o conjunto de empresas que se contraem ou abandonam a actividade entre os momentos t e $t-1$.

Criação líquida de emprego – A criação líquida de emprego no momento t é igual à diferença do nível de emprego entre os momentos t e $t-1$.

Reafecção de emprego – A reafecção de emprego no momento t é igual à soma de todos os ganhos de emprego e perdas de emprego que ocorrem entre os momentos t e $t-1$.

Para converter estas medidas para taxas, dividem-se os fluxos pela média do nível de emprego nos períodos t e $t-1$. Davis, Haltiwanger e Schuh (1996) discutem as vantagens técnicas desta medida sobre as tradicionais taxas de crescimento; por exemplo, para empresas que não existiam em $t-1$ as taxas de crescimento não são calculáveis, enquanto que na definição usada neste artigo assumem valor 2 (e, no caso, das empresas que saem do mercado em t a taxa de destruição assume valor -2).

Note-se que estas medidas de criação e destruição de emprego ignoram duas componentes importantes de reafecção de emprego. Em primeiro lugar, não são capturados os efeitos de mudanças na composição do emprego dentro da empresa; por exemplo, variações líquidas nulas de emprego podem estar associadas à criação e destruição de um igual número de empregos (com o consequente fluxo de trabalhadores), mas que não são reflectidas nas medidas de reafecção de emprego definidas acima. Em segundo lugar, pelo facto da medição ser feita em intervalos fixos de tempo, os cálculos não reflectem a reafecção de emprego que é revertida dentro desse intervalo de observação. Em ambos os casos, as medidas subestimam o total de reafecção de emprego. Note-se que as bases de dados utilizadas permitem analisar os fluxos de trabalhadores, mas esse nível de análise será abordado em trabalho futuro.

A dimensão da empresa constitui uma importante característica na análise do processo de criação e destruição de emprego. No entanto, a dimensão da empresa depende do momento do tempo em que é feita a medição. Por exemplo, para empresas que entram de novo no mercado, se a medição é feita no período anterior à entrada a empresa é classificada como pequena (dimensão zero), mas se a medição é feita considerando já o período de entrada, então é possível que seja classificada em qualquer dimensão. Portanto, a escolha do momento e da forma como se mede a dimensão da empresa tem o potencial para influenciar as conclusões da análise. Neste estudo consideram-se as seguintes medidas da dimensão da empresa (N_t):

- i) **Média corrente:** $(N_t + N_{t-1}) / 2$. Utiliza o período onde ocorre a variação do emprego para definir a dimensão da empresa. Assim, expansão ou contracção afectam a definição de dimensão;

- ii) **Média anterior:** $(N_{t-1} + N_{t-2}) / 2$. Define a dimensão da empresa nos períodos anteriores à variação de emprego. Esta medida está sujeita à falácia da regressão para a média (Friedman 1992);
- iii) **Média do período:** $(N_1 + \dots + N_T) / T$. Define a dimensão da empresa com base na dimensão média da empresa no período em análise. Assim, como a primeira medida, também, esta depende da expansão ou contracção do emprego.

As limitações destas definições alternativas são amplamente discutidas na literatura (Davis, Haltiwanger e Schuh (1996), e Davidsson, Lindmark e Olofsson (1998). Ver Hijzen, Upward e Wright (2007) para um sumário).

5. O PROCESSO DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO: TRAÇOS GERAIS

De entre os factores que influenciam a percepção do processo de criação e destruição de emprego, a questão da periodicidade da observação assume uma especial importância, dada a forma como se descreveu o funcionamento do mercado de trabalho. Neste sentido, a periodicidade mensal e a cobertura universal dos trabalhadores por conta de outrem da BDRSS potenciam-na como um elemento fundamental na análise do mercado de trabalho português. A sua escassa utilização em investigação económica aconselha, contudo, a sua comparação com bases de dados mais amplamente utilizadas. Neste sentido, é dada particular atenção à comparação, em termos anuais, com os QP. Dada a elevada cobertura do universo de trabalhadores por conta de outrem e o carácter administrativo das duas fontes, esta comparação é particularmente legítima, sendo expectável que os cálculos das taxas de criação e destruição de emprego se assemelhem.

5.1. Taxas anuais de criação e destruição: QP e BDRSS

As taxas de criação e destruição de emprego em Portugal desde 1995 são elevadas e comparáveis às registadas noutras economias desenvolvidas. A análise do período comum entre as duas bases de dados, 2001-2005, gera valores similares, validando assim a utilização destas bases de dados. A média das taxas de criação de emprego nesse período difere em duas décimas, 13.9 por cento na BDRSS e 13.7 por cento nos QP. As taxas de destruição de emprego diferem, também, ligeiramente, 12 e 12.4 por cento, respectivamente, na BDRSS e nos QP (Quadro 1). Em termos de perfil, as duas bases de dados apresentam, também, tendências iguais de evolução das taxas de criação e destruição; com descidas sucessivas entre 2001 e 2005 das taxas de criação de emprego e taxas de destruição mais elevadas em 2002 e 2003, seguidas de um abrandamento.

Considerando os dados dos QP, disponíveis para um período mais longo, e dividindo o período amostral de acordo com o ciclo económico – aceleração do crescimento até 2001 e abrandamento após 2001 – é notório que as taxas de criação de emprego acompanham de forma mais clara a evolução do ciclo económico, enquanto que as taxas de destruição aumentam durante o período recessivo mais recente. A média de 1996 a 2001 das taxas de criação é de 14.9 por cento, e a média das taxas de destruição 10.8 por cento, resultando numa taxa líquida de criação de emprego de 4.1 por cento. Após 2001, a criação líquida de emprego diminui acentuadamente para 0.4 por cento como resultado de uma quebra na taxa de criação e um aumento na destruição, ainda que de menor dimensão. É interessante notar que a deterioração do ciclo económico afecta sobretudo a capacidade de criação de emprego e não está tanto associada a um agravamento acentuado da destruição de emprego. De facto,

Quadro 1

TAXAS DE FLUXOS ANUAIS DE EMPREGO, 1996 – 2006

Ano	BDRSS				QP			
	Taxa de criação de emprego	Taxa de destruição de emprego	Taxa de criação líquida de emprego	Taxa de reafecção de emprego	Taxa de criação de emprego	Taxa de destruição de emprego	Taxa de criação líquida de emprego	Taxa de reafecção de emprego
1996	-	-	-	-	12.4	10.5	1.9	22.9
1997	-	-	-	-	14.2	9.8	4.5	24.0
1998	-	-	-	-	14.8	10.3	4.4	25.1
1999	-	-	-	-	14.3	10.5	3.8	24.8
2000	-	-	-	-	16.3	11.4	4.9	27.6
2001	17.1	9.7	7.4	26.7	17.4	12.3	5.1	29.6
2002	15.6	13.2	2.5	28.8	14.6	13.4	1.3	28.0
2003	13.1	13.3	-0.1	26.4	11.7	13.1	-1.4	24.8
2004	12.1	12.3	-0.1	24.4	11.8	11.8	-0.1	23.6
2005	11.5	11.6	-0.1	23.0	13.1	11.4	1.7	24.4
2006	11.3	11.1	0.2	22.5	-	-	-	-
Média								
Período	13.5	11.8	1.6	25.3	14.1	11.4	2.6	25.5
2001-2005	13.9	12.0	1.9	25.9	13.7	12.4	1.3	26.1
Desvio Padrão								
Período	2.4	1.4	3.0	2.4	1.9	1.2	2.3	2.2
2001-2005	2.4	1.5	3.3	2.2	2.4	0.8	2.5	2.6

Fontes: BDRSS (2000-2006); SILATEE (1995-2005). Cálculos dos autores.

o inevitável e desejável processo de reafecção de emprego nas economias desenvolvidas está, tradicionalmente, associado a uma dinâmica criadora líquida de emprego, e Portugal não é excepção, apresentando uma taxa média de criação líquida de emprego em 10 anos (1996-2005) de 2.6 por cento.

5.2. Taxas trimestrais de criação e destruição: BDRSS

A análise do processo de criação de emprego através de dados de maior periodicidade permite identificar flutuações intra-anuais que não são captadas pelo ajustamento do nível anual do emprego. Em particular, revela a dimensão do processo de *matching*, de “tentativa e erro”, em que se envolvem empresas e trabalhadores e que gera maiores flutuações intra-anuais; as empresas dispensam trabalhadores com produtividade aquém da esperada e os trabalhadores aceitam ofertas de empresas para as quais as suas qualificações são mais adequadas. Note-se que as flutuações trimestrais no emprego captam ainda outras formas de atrito, que são alisadas em termos anuais.

Entre Março de 2001 e Março de 2007, o volume de trabalhadores por conta de outrem passou de 2,911,763 para 2,955,841 (Quadro 2). Um aumento de 44,078 empregos, mas que esconde um processo onde muitos empregos foram criados e destruídos para se chegar a este ganho líquido. De facto, as novas empresas e as empresas em expansão criaram, ao longo destes 6 anos, 3,704,081

Quadro 2

VOLUME E TAXAS DE FLUXOS DE EMPREGO TRIMESTRAIS, 2001 – 2007

Ano : Mês	Volume				Taxa			
	Total de emprego	Criação de emprego	Destruição de emprego	Criação líquida de emprego	Criação de emprego	Destruição de emprego	Criação líquida de emprego	Reafecção de emprego
2001 : 03	2 911 763	211 382	162 041	49 341	7.3	5.6	1.7	12.9
2001 : 06	2 975 957	191 702	127 508	64 194	6.5	4.3	2.2	10.8
2001 : 09	2 980 608	172 697	168 046	4 651	5.8	5.6	0.2	11.4
2001 : 12	2 972 000	178 979	187 587	- 8 608	6.0	6.3	-0.3	12.3
2002 : 03	2 985 130	212 311	199 181	13 130	7.1	6.7	0.4	13.8
2002 : 06	3 033 072	190 324	142 382	47 942	6.3	4.7	1.6	11.1
2002 : 09	3 013 779	149 666	168 959	- 19 293	5.0	5.6	-0.6	10.5
2002 : 12	2 997 156	157 379	174 002	- 16 623	5.2	5.8	-0.6	11.0
2003 : 03	2 981 162	179 563	195 557	- 15 994	6.0	6.5	-0.5	12.5
2003 : 06	2 993 268	156 693	144 587	12 106	5.2	4.8	0.4	10.1
2003 : 09	2 977 990	133 908	149 186	- 15 278	4.5	5.0	-0.5	9.5
2003 : 12	2 963 687	145 188	159 491	- 14 303	4.9	5.4	-0.5	10.3
2004 : 03	2 977 724	173 499	159 462	14 037	5.8	5.4	0.5	11.2
2004 : 06	3 016 933	158 235	119 026	39 209	5.3	4.0	1.3	9.3
2004 : 09	2 991 113	120 330	146 150	- 25 820	4.0	4.9	-0.9	8.9
2004 : 12	2 981 033	131 668	141 748	- 10 080	4.4	4.7	-0.3	9.2
2005 : 03	2 975 115	152 817	158 735	- 5 918	5.1	5.3	-0.2	10.5
2005 : 06	3 008 260	147 388	114 243	33 145	4.9	3.8	1.1	8.7
2005 : 09	2 990 062	121 587	139 785	- 18 198	4.1	4.7	-0.6	8.7
2005 : 12	2 976 249	129 020	142 833	- 13 813	4.3	4.8	-0.5	9.1
2006 : 03	2 981 057	154 445	149 637	4 808	5.2	5.0	0.2	10.2
2006 : 06	3 015 160	146 073	111 970	34 103	4.9	3.7	1.1	8.6
2006 : 09	2 991 211	119 643	143 592	- 23 949	4.0	4.8	-0.8	8.8
2006 : 12	2 963 515	119 504	147 200	- 27 696	4.0	4.9	-0.9	9.0
2007 : 03	2 955 841	161 462	169 136	- 7 674	5.5	5.7	-0.3	11.2
Média	2 984 354	156 619	152 882	3 737	5.3	5.1	0.1	10.4
Total (2001:06-2007:03)		3 704 081	3 660 003	44 078				
Desvio Padrão	23 839	27 117	22 632	26 619	0.9	0.8	0.9	1.5

Fontes: BDRSS (2000-2007). Cálculos dos autores.

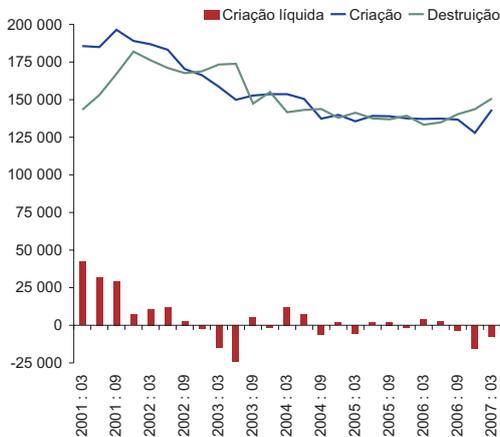
novos empregos, enquanto que as empresas em contracção e as que saíram do mercado extinguiram 3,660,003 empregos³.

As taxas de criação e destruição de emprego, relativamente ao volume médio de emprego em dois períodos consecutivos, atingem percentagens apreciáveis do emprego total; em média 5.3 por cento dos empregos observados em cada trimestre são novos empregos e 5.1 por cento dos empregos existentes no trimestre anterior são eliminados (Quadro 2).

Note-se que estes valores revelam um forte padrão sazonal no processo de criação e destruição de emprego. O primeiro trimestre do ano é, face ao final do ano anterior, um trimestre de forte actividade de reafecção. Pelo contrário, o terceiro trimestre do ano é aquele que as empresas menos utilizam para proceder a reajustamentos do seu nível de emprego. Este padrão na actividade de criação e destruição de emprego traduz-se também na evolução intra-anual da taxa de desemprego, que tem um

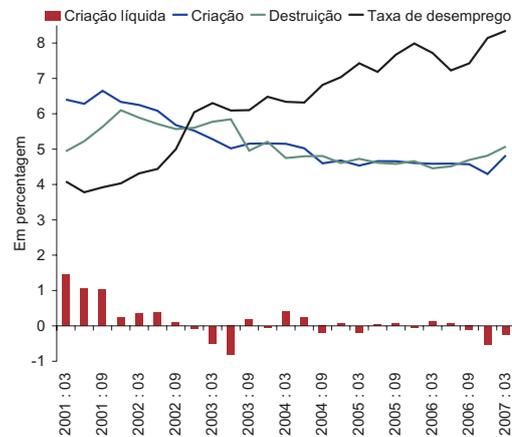
(3) Como já foi referido na Secção 4, o aumento líquido de emprego pode envolver a contratação e a separação de mais do que um trabalhador para preenchimento de uma dada vaga, pelo que estes números subestimam de forma significativa o número total de relações laborais efectivamente criadas e destruídas neste período.

Gráfico 1

VOLUME TRIMESTRAL DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO, 2001 – 2007


Fontes: BDRSS (2001-2007). Cálculos dos autores.

Gráfico 2

TAXAS TRIMESTRAIS DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO, 2001 – 2007


Fontes: BDRSS; Inquérito ao Emprego, INE (2001-2007). Cálculos dos autores.

padrão de sazonalidade semelhante; os períodos de maior reafecção são aqueles em que a taxa de desemprego corrigida de sazonalidade é inferior à observada.

O Gráfico 1 ilustra a variação trimestral líquida de emprego, corrigindo de sazonalidade as séries de criação e destruição de emprego. A criação de emprego situa-se, em média, nos 3 737 empregos, e resulta de um número muito superior de empregos que são criados (em média 157 mil, resultantes da entrada e expansão de empresas) e destruídos (em média 153 mil, resultantes da saída e contracção de empresas).

Confirmando um facto estilizado das economias desenvolvidas, é interessante notar que o aumento da taxa de desemprego verificado nos últimos anos na economia portuguesa está associado a um abrandamento das taxas de criação de emprego, já que a taxa de destruição de emprego terá mesmo caído, ainda que ligeiramente (Gráfico 2). Este último facto contraria, assim, o senso comum que atribui à globalização um aumento do desemprego, por via da subida das taxas de destruição de emprego. Em termos de políticas económicas, estas observações sugerem que a ênfase deve ser colocada na protecção do trabalhador e em proporcionar condições para a criação de emprego; o actual enfoque legislativo, que privilegia a colocação de entraves ao processo de destruição de emprego é não só ineficaz (não evita a destruição), como ineficiente (reduz o processo criativo de afectação eficiente dos recursos).

6. O PROCESSO CRIATIVO AO MICROSCÓPIO

A análise do mercado de trabalho beneficia de forma clara da existência de estatísticas que caracterizem o processo de reafecção de emprego. Vários factores são importantes nessa caracterização: a dimensão das empresas; a idade das empresas; a sua distribuição espacial; e, finalmente, a heterogeneidade de reafecção segundo os salários médios na empresa. Estas dimensões do processo são analisadas nesta secção do artigo.

6.1. Decomposição: expansão, entrada, contracção e saída

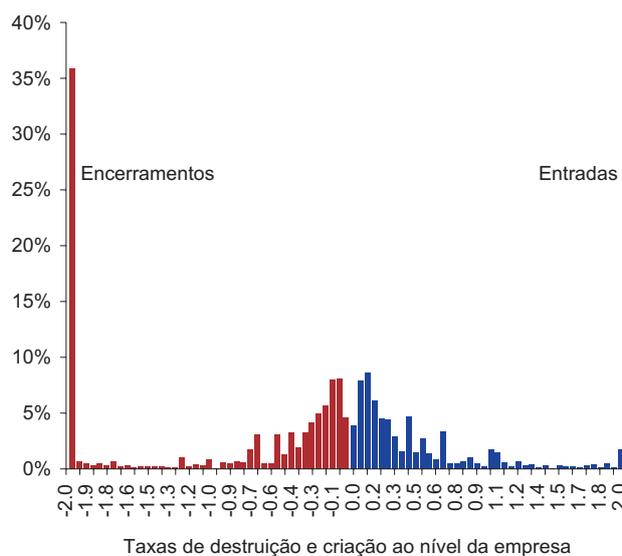
O processo de criação de emprego pode ser dividido entre empresas que expandem a sua força de trabalho e novas empresas, assim como o processo de destruição de emprego pode ser dividido entre empresas que contraem a sua força de trabalho e as empresas que saem do mercado. As entradas e as saídas de empresas são os dois extremos da distribuição de taxas de crescimento do emprego e deverão estar associadas aos processos de incorporação de novo capital e de destruição de capital obsoleto, de acordo com a visão do crescimento económico dos modelos de *vintage* capital. Os restantes pontos dessa distribuição são, também, informativos por duas razões: por um lado, dão-nos uma mais completa visão sobre o processo Schumpeteriano de destruição criativa – novas tecnologias e novas necessidades dos consumidores – e, por outro, permitem-nos analisar o impacto nos custos de ajustamento na reacção das empresas a choques agregados e idiossincráticos.

Para o ano de 2006, o Gráfico 3 mostra a distribuição das taxas de variação do emprego ao nível da empresa. As barras mais à esquerda e mais à direita correspondem às empresas que saíram e entraram no mercado, respectivamente.

Um dos resultados mais importantes neste gráfico é a significativa concentração da reafecção de emprego num número relativamente reduzido de empresas. Na verdade, este gráfico indicia que as empresas tendem a ajustar o seu nível de emprego de forma bastante significativa, o que está de acordo com os resultados reportados em Davis e Haltiwanger (1999) e Foote (1998). Este comportamento contraria a possível existência de custos de ajustamento quadráticos, que dariam origem a va-

Gráfico 3

DISTRIBUIÇÃO DAS TAXAS DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO, 2006



Fontes: BDRSS (2001-2007). Cálculos dos autores.

Nota: O lado esquerdo (direito) do gráfico representa a percentagem do emprego total destruído (criado) que é atribuível a empresas que contraíram (expandiram) a sua força de trabalho até 5 por cento, de 5 a 10 por cento e assim sucessivamente em intervalos de 5 p.p.

riações mais suaves do nível de emprego e favorece uma explicação baseada na existência de custos fixos de ajustamento e na utilização de políticas de ajustamento com bandas de inacção, isto é, que as empresas acomodam uma sucessão de choques antes de promoverem um ajustamento da sua força de trabalho. Desta forma, os ajustamentos quando acontecem são de grande magnitude (Foote (1998)).

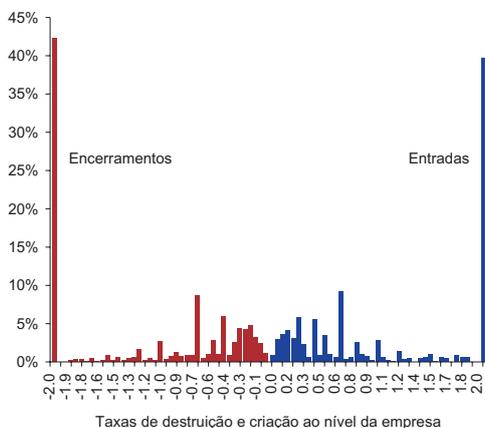
Adicionalmente, é de realçar que o dinamismo criativo associado ao aparecimento de novas empresas é semelhante ao do encerramento de empresas. De facto, as novas empresas contribuem, em média (2001-2006), com 35 por cento do emprego criado, enquanto que as empresas que saem do mercado contribuem, em média, com 40 por cento do volume de emprego destruído em cada período. Esta pequena diferença é mais do que compensada pelo dinamismo das empresas em expansão; empresas mais eficientes e que, por esse mesmo facto, estão em melhores condições de garantir a sua continuidade e de aumentar o número de postos de trabalho, como também de proporcionar melhores condições aos seus trabalhadores, que com maior produtividade garantem melhores salários.

A existência de custos fixos de ajustamento, que podem explicar o comportamento das empresas em termos de política de ajustamento de emprego apresentadas no Gráfico 3, deverão ter um impacto distinto em sectores com diferentes graus de flexibilidade interna. Nesse sentido, estudou-se separadamente o comportamento de empresas na indústria transformadora e nos serviços. O primeiro sector tem tipicamente associados custos de ajustamento mais elevados e, portanto, deverá ter taxas de criação e destruição também mais concentradas.

Os Gráficos 4 e 5 confirmam esta ideia. Na realidade, os ajustamentos na indústria transformadora são mais abruptos (mais encerramentos de empresas e variações maiores do emprego, o que também acontece com a criação de emprego). Enquanto que para a economia como um todo a percentagem de destruição de emprego que ocorre em empresas que diminuem o seu nível de emprego mais de 20 por cento é de 77.3, na indústria transformadora é 84.3 e nos serviços 78.3 (Quadro 3).

Gráfico 4

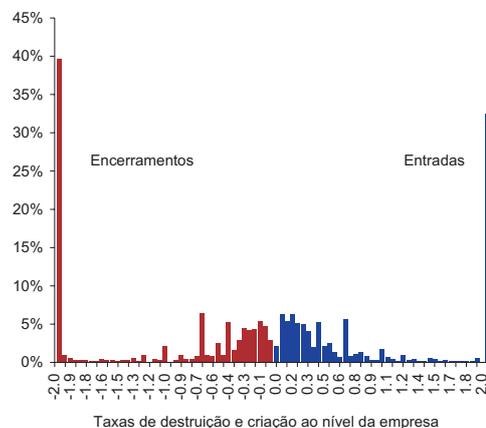
DISTRIBUIÇÃO DAS TAXAS DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO
Indústria transformadora, 2006



Fontes: BDRSS (2001-2007). Cálculos dos autores.

Gráfico 5

DISTRIBUIÇÃO DAS TAXAS DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO
Serviços, 2006



Fontes: BDRSS (2001-2007). Cálculos dos autores.

Quadro 3

PERCENTAGEM DA CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO POR NÍVEL DAS TAXAS DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO, 2006

Sector	Taxas de destruição ao nível da empresa			Taxas de criação ao nível da empresa		
	[-2,-1)	[-1,-0.2]	[-0.2, 0)	(0, 0.2]	(0.2, 1]	(1, 2]
Total da economia	42.6	26.1	31.3	31.1	28.3	40.6
Indústria transformadora	49.4	35.0	15.7	14.8	37.4	47.9
Serviços	46.9	31.4	21.7	25.3	35.4	39.2
Indústria transformadora:						
EUA	32.9	44.0	23.1	30.7	45.1	24.2
Dinamarca	45.9	33.7	20.4	23.4	37.4	39.1

Fontes: BDRSS (2000-2007). Cálculos dos autores. Davis *et al.* (1996) para os EUA e Albæk e Sorensen (1998) para a Dinamarca.

A importância e a magnitude dos fluxos de criação e destruição de emprego ao nível da empresa levantam bastantes dúvidas para a validade das análises agregadas ao nível sectorial. Os modelos com um empregador representativo tendem a alisar o comportamento das empresas em resultado da agregação de comportamentos muito heterogéneos.

A importância e a concentração de fluxos de criação e destruição de grande dimensão coloca dificuldades de ajustamento aos trabalhadores e às regiões em que estes movimentos ocorrem. Estas dificuldades não surgem apenas nos processos de destruição, em que as dificuldades de encontrar um novo emprego aumentam para o trabalhador que perde o emprego, mas também nos processos de criação, já que podem induzir a imigração massiva de trabalhadores e a escassez de algumas infra-estruturas básicas de acolhimento (escolas, hospitais, etc.).

6.2. Heterogeneidade sectorial

Uma outra forma de identificar a existência de efeitos idiossincráticos sectoriais no processo de criação e destruição de emprego consiste na análise das taxas de criação e destruição entre sectores. O sector da Construção tem taxas de criação trimestrais que são entre 2 a 3 vezes mais elevadas do que as da indústria transformadora, que por sua vez tem taxas ligeiramente mais baixas do que os serviços. As diferenças nas taxas de destruição são ligeiramente menores.

As elevadas taxas de reafecção observadas na generalidade dos sectores e sub-sectores de actividade sugere que os fluxos de emprego estão associados a uma intensa actividade de ajustamento do emprego dentro de cada um dos sectores, em detrimento de transferências entre diferentes sectores. Este fenómeno é importante para a compreensão do impacto dos choques ao nível de cada sector em variáveis como a produtividade e o desemprego. Estas diferenças estão também influenciadas pelo papel que a gestão de recursos humanos tem nos diferentes sectores, nomeadamente, no que diz respeito à importância do capital humano específico ao sector e à incidência de saídas voluntárias *versus* despedimentos. Todas estas características sectoriais têm, em última análise, impacto no salário de equilíbrio, que reflecte o risco de perda do emprego (e de obtenção de outro alternativo) bem como a componente de retorno para o investimento no capital humano do trabalhador e ajudam a explicar a observação de diferenciais salariais persistentes entre os sectores de actividade.

Quadro 4

TAXAS DE FLUXOS TRIMESTRAIS DE EMPREGO POR SECTOR DE ACTIVIDADE, 2001 – 2007

Ano : Mês	Agricultura, Pescas e Indústria Extractiva			Indústria Transformadora			Construção			Serviços		
	Criação de emprego	Destruição de emprego	Criação líquida de emprego	Criação de emprego	Destruição de emprego	Criação líquida de emprego	Criação de emprego	Destruição de emprego	Criação líquida de emprego	Criação de emprego	Destruição de emprego	Criação líquida de emprego
2001 : 03	9.5	7.6	2.0	5.0	4.7	0.3	15.0	6.6	8.4	6.9	5.9	1.0
2001 : 06	10.6	6.3	4.4	3.9	4.1	-0.2	12.0	7.3	4.7	6.5	3.9	2.6
2001 : 09	7.9	8.4	-0.5	4.2	4.8	-0.5	11.2	8.9	2.4	5.5	5.4	0.1
2001 : 12	7.3	11.6	-4.3	3.6	5.2	-1.5	9.7	8.3	1.4	6.4	6.0	0.4
2002 : 03	9.3	10.6	-1.3	5.3	5.3	-0.1	11.3	9.6	1.7	7.0	6.5	0.5
2002 : 06	10.2	7.2	3.0	3.7	4.0	-0.4	9.3	7.7	1.6	6.7	4.3	2.4
2002 : 09	8.8	9.2	-0.4	3.0	4.1	-1.0	7.2	8.6	-1.3	5.0	5.4	-0.3
2002 : 12	7.8	11.5	-3.7	3.0	4.4	-1.4	6.7	8.7	-2.0	5.6	5.4	0.2
2003 : 03	10.9	9.3	1.6	3.9	4.8	-0.9	9.7	9.9	-0.2	6.0	6.0	-0.1
2003 : 06	9.7	7.7	2.0	2.9	3.8	-0.9	7.1	7.7	-0.7	5.7	4.1	1.5
2003 : 09	8.1	9.1	-1.0	2.6	3.6	-1.0	6.5	7.5	-1.0	4.6	4.9	-0.3
2003 : 12	7.0	9.8	-2.8	2.6	3.9	-1.3	6.7	7.7	-1.1	5.6	5.2	0.3
2004 : 03	8.4	7.8	0.6	3.9	4.2	-0.3	8.8	7.1	1.8	6.1	5.4	0.6
2004 : 06	8.6	6.6	2.0	2.5	3.5	-1.0	6.8	6.6	0.3	6.0	3.6	2.4
2004 : 09	6.3	7.7	-1.5	2.5	3.6	-1.1	6.1	7.3	-1.2	4.2	4.8	-0.6
2004 : 12	6.7	9.5	-2.8	2.3	3.7	-1.4	6.0	6.9	-0.9	5.0	4.5	0.5
2005 : 03	6.5	8.6	-2.0	3.4	4.5	-1.2	8.4	7.4	1.1	5.4	5.2	0.2
2005 : 06	8.6	6.4	2.3	2.6	3.6	-1.1	7.1	6.5	0.7	5.4	3.3	2.1
2005 : 09	6.3	7.6	-1.3	2.6	3.6	-1.0	6.5	6.7	-0.2	4.2	4.6	-0.4
2005 : 12	6.1	8.7	-2.6	2.4	3.8	-1.4	6.1	6.8	-0.7	4.8	4.5	0.3
2006 : 03	6.5	8.8	-2.4	3.8	3.8	0.0	9.2	7.3	1.8	5.1	4.7	0.4
2006 : 06	9.3	6.6	2.7	2.9	3.2	-0.3	6.7	7.2	-0.4	5.1	3.2	2.0
2006 : 09	6.8	9.7	-2.9	2.7	3.5	-0.8	6.4	7.4	-1.0	4.0	4.6	-0.5
2006 : 12	6.0	10.2	-4.2	2.6	4.0	-1.5	6.4	7.0	-0.7	4.1	4.7	-0.5
2007 : 03	6.9	10.9	-4.0	4.0	4.8	-0.8	9.7	8.0	1.7	5.4	5.4	0.1
Média	8.0	8.7	-0.7	3.3	4.1	-0.8	8.3	7.6	0.6	5.4	4.8	0.6
Desvio Padrão	1.5	1.6	2.6	0.8	0.6	0.5	2.3	0.9	2.2	0.9	0.8	1.0

Fontes: BDRSS (2000-2007). Cálculos dos autores.

Em termos sectoriais, os dados reflectem a tendência de terciarização da economia portuguesa (Quadro 4). As taxas trimestrais de criação de emprego nos serviços superam as observadas na indústria transformadora. Mas, ao contrário do que se poderia esperar, as taxas de destruição da indústria transformadora são tipicamente inferiores às dos serviços. É, portanto, na menor capacidade de criação de emprego que reside a justificação para a perda líquida de emprego no sector secundário. Assim, observa-se que o processo de reestruturação pelo qual passa a economia portuguesa está, sobretudo, a afectar a capacidade de criação de emprego no sector secundário; desde Junho de 2001 que a taxa líquida de criação de emprego é negativa na indústria transformadora.

Por seu lado, os serviços, apesar de algum abrandamento, continuam tipicamente a contribuir positivamente para a criação de emprego. O conjunto do sector primário e da indústria extractiva, à semelhança do sector da construção, apresenta as mais elevadas e voláteis taxas de criação e destruição de emprego. Contudo, no período de Março de 2001 a Março de 2007, a construção tem um contributo positivo para o emprego (taxa líquida de criação de 0.6 por cento), e aqueles sectores um contributo negativo (taxa líquida de criação de -0.7 por cento).

No seu conjunto, estes números ilustram uma importante característica do processo de criação líquida de emprego: não é necessariamente o sector com menores taxas de destruição de emprego o que mais cresce em termos líquidos. Na verdade, como se constata, os empregos são criados e destruí-

Quadro 5

TAXAS MÉDIAS DE FLUXOS ANUAIS DE EMPREGO POR SECTOR (CAE 2 DÍGITOS), 2001 - 2006

Classificação das Actividades Económicas (CAE 2 dígitos)		Taxa			
		Criação de emprego	Destruição de emprego	Criação líquida de emprego	Reafecção de emprego
Código	Designação				
AA	Agricultura	16.1	15.9	0.2	32.0
BB	Pesca	15.3	20.4	-5.1	35.7
CA	Extracção de produtos energéticos	17.6	18.5	-0.9	36.1
CB	Extracção e preparação de minérios metálicos	10.3	11.5	-1.2	21.8
DA	Indústrias alimentares	8.9	8.7	0.2	17.6
DB	Indústria têxtil	8.5	13.6	-5.1	22.1
DC	Indústria do couro e de produtos do couro	8.4	13.3	-4.9	21.7
DD	Indústrias da madeira e da cortiça e suas obras	9.8	11.8	-2.0	21.6
DE	Indústria de pasta, edição, impressão	8.1	10.5	-2.3	18.6
DF	Fabricação de coque	3.8	6.7	-2.9	10.4
DG	Fabricação de produtos químicos e de fibras sintéticas	6.5	7.2	-0.7	13.7
DH	Fabricação de artigos de borracha e de matérias plásticas	8.1	6.2	1.9	14.2
DI	Fabricação de outros produtos minerais não metálicos	7.8	11.0	-3.2	18.8
DJ	Indústrias metalúrgicas de base e de produtos metálicos	9.9	10.6	-0.7	20.4
DK	Fabricação de máquinas e de equipamentos	7.9	8.0	-0.1	15.9
DL	Fabricação de equipamento eléctrico e de óptica	8.9	11.3	-2.5	20.2
DM	Fabricação de material de transporte	7.9	10.4	-2.4	18.3
DN	Fabricação de mobiliário, joalheria, reciclagem e outras	9.4	11.0	-1.6	20.3
EE	Produção e distribuição de electricidade	7.1	8.5	-1.3	15.6
FF	Construção	21.1	17.2	3.8	38.3
GG	Comércio por grosso e a retalho	12.1	11.3	0.8	23.5
HH	Alojamento e restauração (restaurantes e similares)	15.1	11.5	3.6	26.6
II	Transportes	12.8	11.2	1.6	24.0
KK	Actividades imobiliárias	19.0	11.8	7.2	30.8

Fontes: BDRSS (2000-2007). Cálculos dos autores.

Nota: Alguns sectores são omitidos devido à sua pequena dimensão ou reduzida cobertura pelo sistema de Segurança Social (por exemplo, por estarem cobertos por sistemas alternativos).

dos persistentemente num processo que deverá estar associado à renovação do tecido produtivo – substituindo empresas tecnologicamente inaptas por empresas mais produtivas e adaptadas às novas exigências da economia.

O grau de heterogeneidade sectorial exposto na secção anterior é, ainda, mais visível quando se analisam os sub-sectores de actividade. O Quadro 5 utiliza dados anuais e desagrega os dados a dois dígitos da Classificação das Actividades Económicas (CAE), de onde se destacam um conjunto de factos. Em primeiro lugar, as taxas de destruição de emprego mais elevadas observam-se na “Indústria têxtil” e na “Indústria do couro e produtos de couro” (Códigos CAE: DB e DC) com valores médios anuais a rondarem os 13 por cento. Os sub-sectores da indústria transformadora apresentam, com poucas excepções, taxas anuais médias de destruição de emprego superiores às respectivas taxas de criação de emprego. Como já foi dito anteriormente, a “Construção” apresenta os valores mais elevados para taxas anuais de criação e destruição de emprego, em torno dos 21 e 17 por cento, respectivamente. Os subsectores dos serviços tendem não só a apresentar criação líquida de emprego, mas também valores mais elevados das taxas de criação e destruição.

6.3. Dimensão da empresa⁴

A estrutura empresarial da economia portuguesa caracteriza-se pelo elevado número de empresas de pequena dimensão. Definindo a dimensão da empresa com base no número médio de pessoas ao serviço entre 1994 e 2005, os dados dos QP revelam que quase 3 em cada 4 empresas têm menos de 5 pessoas ao serviço. Porém, a maior fatia do emprego está concentrada em empresas com 10 a 49 trabalhadores, ainda que estas representem somente 10 por cento do total de empresas.

No processo de criação e destruição, a dimensão da empresa pode desempenhar um importante papel. Empresas de maior dimensão tendem a ter maior capacidade de reacção a choques económicos sem ajustarem o nível de emprego, mas, por outro lado, eventuais ajustamentos no seu processo produtivo têm um maior peso no total da economia.

O Quadro 6 apresenta as taxas trimestrais médias de criação e destruição de emprego, de acordo com a dimensão das empresas (7 grupos), para o período de Março de 2001 a Março de 2007. As taxas de criação e destruição de emprego decrescem monotonamente com a dimensão da empresa.

A divisão da criação de emprego entre expansão e entradas confirma o padrão monótono decrescente das taxas de criação com a dimensão da empresa. O facto das taxas de criação resultantes da entrada de empresas novas no mercado serem substancialmente mais elevadas para micro empresas é explicado pelo ciclo de vida das empresas (que tendem a iniciar a actividade subdimensionadas) e a prevalência das empresas de pequena dimensão em Portugal. No processo de destruição de emprego, a divisão entre contracção e saídas também revela um padrão similar; para as grandes empresas, a saída de algumas delas, apesar do impacto regional que transparece nos media, resulta em taxas de destruição de emprego claramente inferiores às das pequenas empresas.

O Quadro 7 complementa a informação sobre as taxas de criação e destruição de emprego indicando qual o peso de cada grupo de empresas para a criação e destruição total de emprego. Assim, é evidente que as empresas de menor dimensão não só apresentam as maiores taxas de criação e destruição de emprego, como são as que mais contribuem para o total do processo de reafecção de emprego na economia. Por exemplo, as empresas com menos de 50 trabalhadores são responsáveis

(4) Os resultados apresentados nesta secção utilizam a média do volume de emprego no período para classificar as empresas de acordo com a dimensão (ver Secção 4). Os cálculos com base nas outras definições estão disponíveis em Centeno, Machado e Novo (2008).

Quadro 6

TAXAS MÉDIAS DE FLUXOS TRIMESTRAIS DE EMPREGO POR DIMENSÃO DA EMPRESA,
2001:03 – 2007:03

Dimensão da empresa	Criação			Destruição			Criação líquida
	Total	Expansão	Entrada	Total	Contração	Saída	
Média do período							
0-4	9.2	4.8	4.3	9.1	5.0	4.1	0.1
5-9	7.0	5.5	1.5	6.7	5.2	1.5	0.3
10-49	5.5	4.7	0.8	5.2	4.3	0.9	0.3
50-99	3.9	3.5	0.4	3.8	3.3	0.5	0.1
100-249	3.2	2.9	0.3	3.3	2.8	0.4	0.0
250-499	3.6	3.3	0.3	3.4	2.9	0.5	0.1
≥ 500	2.7	2.5	0.2	2.4	2.2	0.2	0.3

Fontes: BDRSS (2000-2006). Cálculos dos autores.

Quadro 7

PROPORÇÕES DOS FLUXOS MÉDIOS TRIMESTRAIS DE EMPREGO POR DIMENSÃO DA EMPRESA,
2001:03 – 2007:03

Dimensão da empresa	Percentagem do emprego total	Criação			Destruição		
		Total	Expansão	Entrada	Total	Contração	Saída
Média do período							
0-4	17.0	29.6	20.5	60.4	30.7	22.5	57.3
5-9	10.8	14.3	14.6	13.1	14.2	14.8	12.1
10-49	27.1	28.3	31.7	16.5	27.9	30.9	17.9
50-99	10.6	7.8	9.2	3.2	7.9	9.1	4.1
100-249	11.3	7.0	8.2	2.7	7.2	8.3	3.6
250-499	7.0	4.7	5.7	1.5	4.6	5.3	2.3
≥ 500	16.2	8.4	10.1	2.5	7.5	9.1	2.7
Média do período							
< 50	54.9	72.1	66.8	90.1	72.8	68.2	87.3

Fontes: BDRSS (2000-2007). Cálculos dos autores.

por cerca de $\frac{3}{4}$ da criação e ligeiramente menos do que $\frac{3}{4}$ da destruição de emprego, percentagem bem acima do seu peso no emprego total da economia.

As empresas mais pequenas apesar de apresentarem taxas de reafecção significativamente mais elevadas têm taxas líquidas próximas das restantes empresas. Na realidade não é identificável qualquer padrão entre a dimensão da empresa e a taxa de criação líquida de emprego. Entre 2001 e 2007, a importância relativa das grandes empresas para a criação líquida de emprego é superior ao seu peso no emprego total, o que contraria a ideia de que a dinâmica de criação líquida de emprego esteja essencialmente associada às pequenas empresas.

É possível desagregar ainda mais este processo, cruzando a dimensão da empresa com o sector de actividade (Quadro 8). As empresas do sector dos serviços apresentam taxas de criação superiores às da indústria transformadora em cerca de 2 p.p. e taxas de destruição também mais elevadas, mas em apenas 0.5 p.p. O facto mais relevante do Quadro 8 consiste na maior dinâmica criativa de empre-

Quadro 8

TAXAS MÉDIAS DE FLUXOS TRIMESTRAIS DE EMPREGO POR DIMENSÃO DA EMPRESA E SECTOR DE ACTIVIDADE, 2001:03 – 2007:03

Dimensão da empresa	Criação						Destruição					
	Total		Expansão		Entrada		Total		Contração		Saída	
	IT ^(a)	Sv ^(b)										
Média do período												
0-4	7.5	8.6	4.3	4.6	3.2	4.1	8.5	8.3	4.9	4.6	3.6	3.6
5-9	5.7	6.3	4.2	5.1	1.5	1.2	6.1	5.7	4.4	4.7	1.7	1.0
10-49	3.7	5.6	3.0	4.9	0.7	0.7	4.2	5.0	3.3	4.2	1.0	0.8
50-99	2.4	4.5	2.1	4.0	0.3	0.5	3.3	3.7	2.7	3.3	0.6	0.5
100-249	2.1	4.0	1.8	3.6	0.3	0.3	2.9	3.5	2.5	3.0	0.4	0.5
250-499	2.0	4.7	1.7	4.3	0.2	0.4	2.8	3.7	2.6	3.1	0.3	0.7
≥ 500	1.3	3.2	1.2	3.0	0.1	0.2	2.4	2.3	2.2	2.1	0.2	0.2

Fontes: BDRSS (2000-2007). Cálculos dos autores.

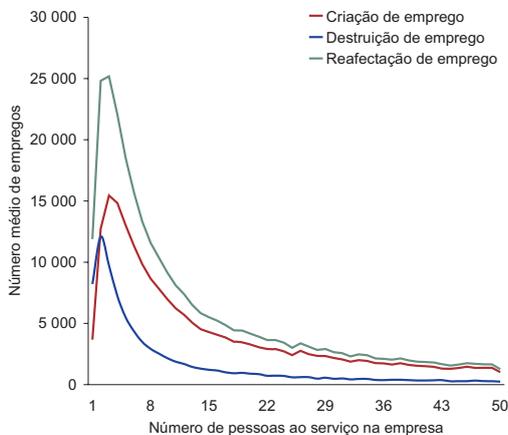
Nota: (a) IT – Indústria Transformadora, (b) Sv – Serviços.

go nas empresas do sector dos serviços e, em particular, na taxa de criação líquida das empresas de maior dimensão, contrastando com a destruição líquida nas maiores empresas da indústria transformadora.

Os Gráficos 6 e 7 detalham a dinâmica de reafecção de emprego nas empresas de menor dimensão, recorrendo aos dados dos QP. O Gráfico 6 sugere que as empresas com três pessoas ao serviço são as que, em termos médios, têm reafectado um maior volume de emprego. À medida que a dimensão da empresa aumenta, o fluxo de criação e destruição de emprego vai diminuindo rapidamente,

Gráfico 6

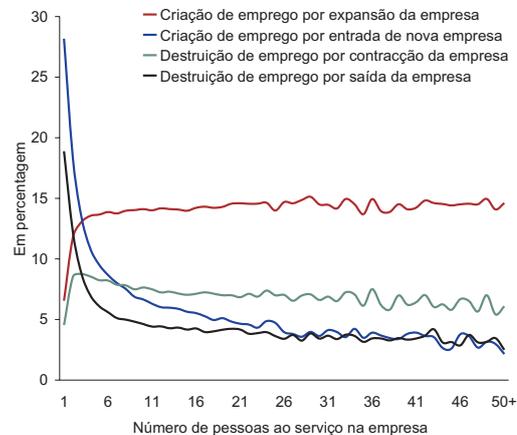
FLUXO ANUAL DE CRIAÇÃO, DESTRUIÇÃO E RE-AFECÇÃO DE EMPREGO POR DIMENSÃO DA EMPRESA, 1995 – 2005



Fontes: SILATEE (1995-2005). Cálculos dos autores.

Gráfico 7

TAXA MÉDIA ANUAL DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO (EMPRESAS NOVAS, ENCERRADAS E EM LABORACÃO) POR DIMENSÃO DE EMPRESA, 1995 – 2005



Fontes: SILATEE (1995-2005). Cálculos dos autores.

prevalecendo uma queda da destruição do emprego muito mais acentuada que a observada para a criação de emprego.

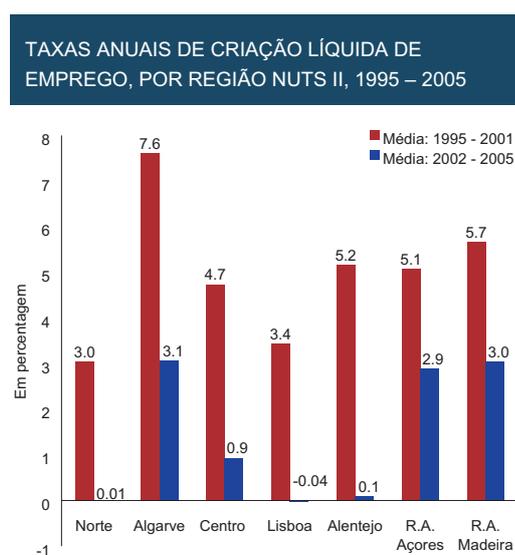
O dinamismo de entrada e saída do mercado de micro empresas justifica, por si só, a elevada taxa de reafecção do emprego da generalidade das empresas desta dimensão. Aliás, as empresas com poucas pessoas ao serviço contrastam elevadas taxas de criação e destruição de emprego pela sua entrada e saída no mercado, face às baixas taxas de criação e destruição de emprego por expansão e contracção das empresas que se mantêm, tal como evidencia o Gráfico 7. Em contrapartida, mais de 70 por cento do emprego criado e destruído das empresas de média e grande dimensão resulta das estratégias de expansão e contracção de emprego das empresas que permanecem no mercado.

6.4. Perspectiva regional⁵

A perspectiva regional associada à reafecção de emprego é importante para a interpretação de eventuais problemas de adequação da oferta de trabalho em termos espaciais. A identificação de importantes e persistentes diferenças regionais na criação líquida de emprego obrigaria à observação de fluxos migratórios internos para o nivelamento das taxas de desemprego, ou à existência de flexibilidade dos salários que permitisse igualizar os fluxos líquidos de criação de emprego entre essas regiões.

Uma análise regional dos fluxos de criação e destruição do emprego, no período alargado de 1995 a 2005, aponta para uma criação líquida de emprego positiva, e relativamente estável, na generalidade das regiões de Portugal até 2001 (Gráfico 8). A partir deste ano, a taxa de criação líquida de emprego tornou-se praticamente nula nas regiões que concentram a maioria dos trabalhadores (Lisboa, Norte e Centro). As regiões autónomas e o Algarve apresentam uma taxa de criação líquida de emprego positiva no período mais crítico, de 2002 a 2005, em torno dos 3 por cento. O Algarve destaca-se da maioria das regiões por ter tido uma forte criação de emprego no ano de 2001, maioritariamente provocado pelo sector da construção.

Gráfico 8



Fonte: SILATEE (1995-2005).

(5) Esta secção utiliza exclusivamente os dados anuais dos QP.

Quadro 9**TAXAS E DISTRIBUIÇÃO DA CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO, POR REGIÃO NUTS II, 1995-2005**

Regiões NUTS II	Taxas anuais (%)				Distribuição (%)			
	Criação de emprego		Destruição de emprego		Criação de emprego		Destruição de emprego	
	Entrada	Expansão	Saída	Contração	Entrada	Expansão	Saída	Contração
Norte	6.3	7.7	5.4	6.7	45.1	54.9	44.6	55.4
Algarve	8.8	10.3	5.5	7.8	46.2	53.8	41.2	58.8
Centro	6.0	8.0	4.2	6.5	42.7	57.3	39.5	60.5
Lisboa	4.6	8.8	3.8	7.4	34.3	65.7	34.0	66.0
Alentejo	7.2	9.6	5.1	8.6	43.1	56.9	37.4	62.6
R.A. Açores	5.2	9.7	3.9	6.9	35.1	64.9	36.4	63.6
R.A. Madeira	6.7	9.0	4.3	6.9	42.7	57.3	38.7	61.3

Fonte: SILATEE (1995-2005).

Por oposição ao Norte do país, caracterizado por uma taxa de criação líquida de emprego modesta (cerca de 2 por cento, média do período em análise), o Sul tem registado, em termos médios, uma taxa líquida de quase 6 por cento. É também a Sul do país que se tem vindo a verificar uma maior reafectação do emprego. Em termos médios, as regiões algarvia e alentejana têm registado uma taxa anual de criação de emprego de cerca de 19 por cento e 17 por cento, respectivamente, enquanto que a taxa de destruição de emprego se situa em torno dos 13 por cento em ambas as regiões.

Embora a região do Norte e do Algarve apresentem uma dinâmica de criação líquida emprego oposta, a criação de emprego proveniente de empresas criadas e a destruição de emprego resultante do encerramento de empresas é estruturalmente semelhante nas duas regiões, como se destaca no Quadro 9. Por seu lado, Lisboa é a região onde a dinâmica do emprego ocorre maioritariamente pela expansão e contração das empresas que se mantém no mercado: mais de 65 por cento do emprego criado nesta região provém da expansão do emprego nas empresas, verificando-se igual proporção no emprego destruído pela contração do emprego nas empresas, o que está, também, associado à maior dimensão média das empresas em Lisboa.

Ao nível regional não é visível em Portugal nenhum problema de diminuição líquida de emprego persistente que se possa associar a dificuldades de ajustamento ao nível do volume da oferta de trabalho. Se bem que, em termos sectoriais, as regiões possam ter experiências diversificadas, com o Algarve a ter uma maior incidência de criação de emprego na construção e serviços do que as restantes regiões, a quebra do emprego na indústria transformadora foi comum à generalidade das regiões e as diferenças nas taxas de desemprego regionais poderão ter estado associadas à dimensão local de alguns choques.

6.5. Nível médio salarial da empresa⁶

O processo de criação e destruição de emprego é um fenómeno que, apesar das interferências jurídico-legais, obedece a princípios económicos de organização das economias de mercado. Em ambientes competitivos, as empresas e os trabalhadores envolvem-se na procura incessante dos pares mais produtivos, que não só permitem às empresas sobreviverem, mas também premeiam os trabalhadores com retribuições do trabalho superiores. Na falta de uma medida directa da produtividade do tra-

(6) Esta secção utiliza os dados anuais dos QP.

Quadro 10

TAXAS DE FLUXOS ANUAIS DE EMPREGO POR QUINTIS DE SALÁRIO MÉDIO DAS EMPRESAS, 1996 – 2005

Quintis de salário médio das empresas	Criação de emprego			Destruição de emprego			Criação líquida de emprego	Reafecção de emprego	EUA (1973-1988)	
	Entrada	Expansão	Total	Saída	Contração	Total			Criação	Destruição
Total da economia										
Muito baixos	15.1	8.6	23.7	9.8	8.3	18.1	5.7	41.8	-	-
Moderadamente baixos	9.7	9.6	19.3	6.8	7.3	14.2	5.1	33.4	-	-
Intermédios	6.9	9.4	16.3	5.4	7.2	12.6	3.7	29.0	-	-
Moderadamente altos	4.1	9.0	13.1	3.5	6.8	10.3	2.8	23.4	-	-
Muito altos	3.0	7.3	10.3	2.7	6.5	9.2	1.1	19.5	-	-
Indústria transformadora										
Muito baixos	12.1	7.9	20.0	10.3	7.5	17.8	2.2	37.8	12.5	13.3
Moderadamente baixos	6.8	7.3	14.1	7.3	6.4	13.7	0.4	27.8	10.4	10.4
Intermédios	4.2	6.1	10.3	5.4	6.1	11.5	-1.2	21.8	9.2	9.5
Moderadamente altos	2.3	5.6	7.9	3.5	6.4	9.9	-2.0	17.7	7.0	8.3
Muito altos	2.2	5.2	7.5	2.6	6.7	9.3	-1.8	16.7	6.4	9.0

Fonte: SILATEE (1995-2005); Davis *et al.* (1996) para os EUA.

Notas: O salário médio da empresa foi determinado somente para o conjunto de TCO a tempo completo e com remuneração completa. Dado que a informação relativa ao ganho salarial não está disponível para 2001, este ano não aparece na análise evolutiva. Porém a criação e destruição de emprego atende ao ano de 2001. A atribuição de quintis às empresas que encerraram em 2002, refere-se ao respectivo quintil de 2000. Os salários médios no 1º quintil são designados por "Muito baixos"; no 2º quintil por "Moderadamente baixos", e assim sucessivamente.

balho, o Quadro 10 aproxima essa medida pelo nível médio de remunerações por empresa, calculando-se, de seguida, as taxas de criação e destruição de emprego por quintis de remunerações.

Os resultados mostram que as maiores taxas de criação e destruição se observam para as empresas com níveis médios de remunerações nos quintis mais baixos. Paralelamente, são também estas empresas as que mais contribuem para a criação líquida de emprego; as taxas líquidas decrescem monotonamente com os quintis. Este resultado é esperado se acreditarmos que os salários reflectem as competências produtivas dos trabalhadores; trabalhadores mais produtivos recebem maiores salários e são menos susceptíveis de abandonarem os seus postos de trabalho, não só pela sua qualidade, mas também pela dificuldade da sua substituição. Em termos concretos, esta diferença é particularmente visível na contribuição das entradas e saídas para estas taxas: as entradas de empresas de menores salários contribuem 5 vezes mais para a taxa de criação de emprego nesse nível de rendimento do que a entrada de empresas com salários médios mais elevados.

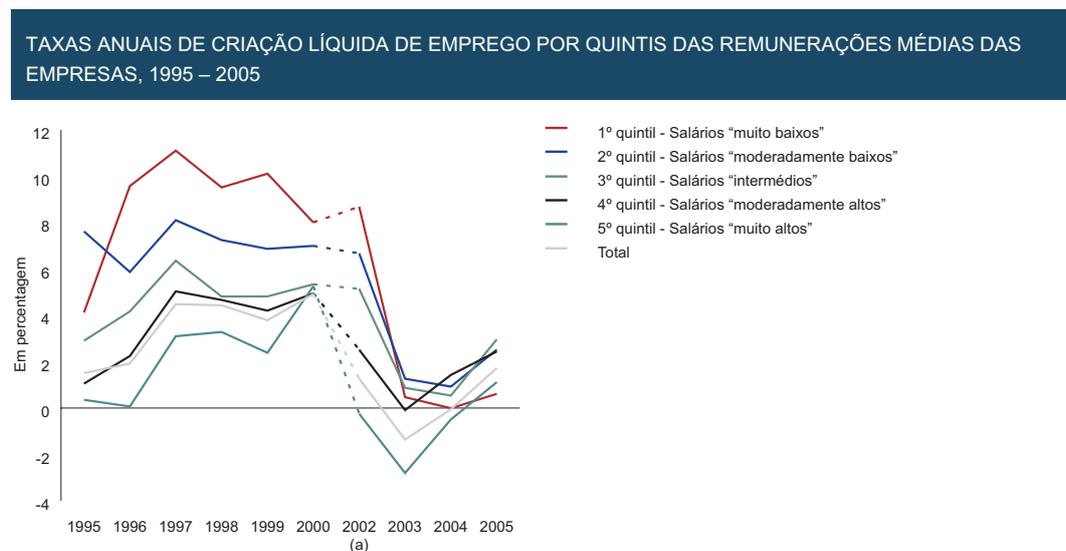
As diferenças nas taxas de criação e destruição entre os diferentes níveis salariais não são surpreendentes pelos argumentos acima expostos e, de facto, o mesmo ocorre nos EUA (Quadro 10, duas últimas colunas). Contudo, considerando os resultados para a indústria transformadora, o rácio das taxas anuais médias de criação de emprego das empresas com salários “muito baixos” para as empresas com salários “muito altos” é superior em Portugal, 2.7 versus 2.0; o mesmo ocorre para as taxas de destruição, ainda que a diferença dos rácios seja menor, 1.9 em Portugal e 1.5 nos EUA. O facto dos períodos de medição serem diferentes limita o exercício de comparação, mas, mesmo assim, é provável que parte da diferença se fique a dever à maior segmentação do mercado de trabalho português. A maior protecção no emprego dos trabalhadores com contratos sem termo induz uma maior e ineficiente rotação dos trabalhadores com contratos a termo, sobre-representados no grupo dos salários “mais baixos” (Portugal, 1999).

Em suma, estes dados sugerem que: (i) rendimentos mais baixos estão associados com maior volatilidade do emprego, mas também com maiores taxas de criação líquida de emprego; (ii) as actuais políticas de protecção ao emprego têm falhado na protecção do emprego de rendimentos mais baixos (maiores taxas de destruição), um resultado que pode ser também motivado pelos comportamentos dos próprios trabalhadores, que na procura de melhores empregos induzem maiores taxas de rotatividade; e (iii) em forma de corolário, que novas políticas de protecção dos trabalhadores devem concentrar esforços nestas faixas de rendimento⁷.

O Gráfico 9 ilustra a evolução por quintis de remunerações desde 1995 a 2005, salientando-se o facto de todas as empresas terem reagido à viragem no ciclo económico, apresentando taxas líquidas de criação de emprego mais baixas após 2001. De facto, as empresas com remunerações médias mais elevadas apresentam mesmo valores negativos (destruição de emprego) após 2001; e as empresas com remunerações mais baixas (1º quintil: com ganho médio inferior a 410 euros em 2005) passam das mais dinâmicas para a cauda das empresas criadoras líquidas de emprego. Apesar de não ilustrado, estas alterações estão associadas a taxas de criação mais baixas de novas empresas, e, paralelamente, a um aumento da taxa de destruição de emprego por encerramento deste tipo de empresas.

(7) É desejável que haja uma articulação entre a legislação de protecção dos trabalhadores com a legislação de protecção no desemprego. Na análise de Centeno e Novo (2007) da extensão do período de atribuição do subsídio de desemprego de Julho de 1999 isto torna-se evidente. Os autores concluem que o benefício da extensão, medido pelo efeito de rendimento não-distorcionário, foi superior para os indivíduos com rendimentos de trabalho anteriores ao desemprego mais elevados.

Gráfico 9



Fontes: SILATEE (1995-2005). Cálculos dos autores.
 Nota: (a) Dado que a informação relativa ao ganho salarial não está disponível para 2001, este ano não aparece na análise evolutiva. Porém a criação e destruição de emprego atende ao ano de 2001. A atribuição de quintis às empresas que encerraram em 2002, refere-se ao respectivo quintil de 2000.

6.6. Idade da empresa⁸

A idade da empresa é o indicador habitualmente utilizado para análise da dinâmica do ciclo de vida do empregador e a análise seccional das taxas de reafecção permite compreender melhor como se processa essa dinâmica. Os modelos teóricos de efeitos de selecção ao nível da empresa (Jovanovic, 1982) apontam no sentido de uma forte dinâmica de ajustamento nas empresas mais jovens e à medida que as empresas de maior qualidade sobrevivem a taxa de reafecção de emprego deveria diminuir. Este comportamento é bastante claro nos resultados obtidos para a economia portuguesa; em termos médios, no período de 1995 a 2005, a reafecção do emprego é tanto maior quanto menor a idade das empresas (Gráfico 10). Mesmo excluindo o ano da formação, o processo de criação de emprego é bastante superior ao de destruição, quando as empresas se encontram há pouco tempo no mercado. Naturalmente, há uma tendência decrescente, mais suave no processo de destruição, à medida que as empresas vão permanecendo em actividade. Até aos 15 anos de idade as empresas apresentam uma dinâmica de emprego positiva, embora com tendência decrescente.

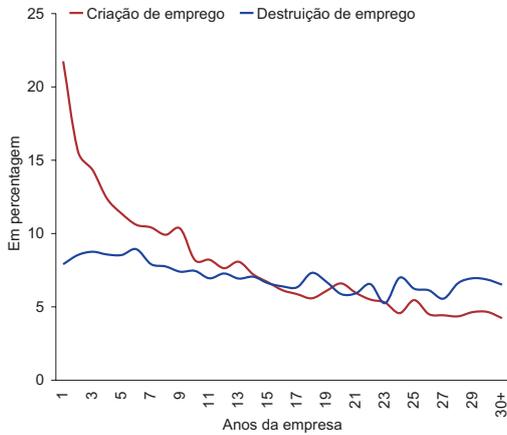
Este padrão de evolução do crescimento do emprego nas empresas ao longo do seu ciclo de vida está de acordo com os resultados do modelo de Jovanovic (1982) de efeitos de selecção nas empresas. As empresas tendem a crescer nas suas fases iniciais de vida, já que começam normalmente sub-dimensionadas. Nessa fase, há um elevado número de empresas que desaparece (em consequência do processo de selecção) e as que sobrevivem acabam por estabilizar em termos de dimensão. Mais tarde, a taxa de destruição de emprego tende a superar a de criação, o que revela a destruição de empresas com tecnologias ultrapassadas e que são eliminadas do mercado.

Uma análise ao longo do período 1995-2005 (Gráfico 11) da taxa de criação líquida de emprego por escalões de idade das empresas evidencia um acompanhamento da dinâmica do emprego total analisada anteriormente. Como se viu no gráfico anterior, as diferenças dos comportamentos entre os dois

(8) Esta secção utiliza os dados anuais dos QP.

Gráfico 10

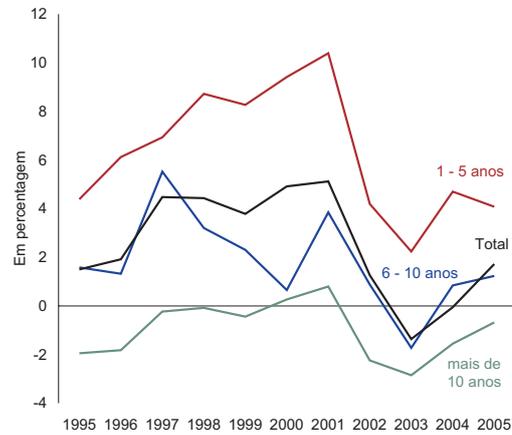
TAXA MÉDIA ANUAL DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO POR IDADE DA EMPRESA, 1995 – 2005



Fontes: SILATEE (1995-2005). Cálculos dos autores.

Gráfico 11

TAXA DE CRIAÇÃO LÍQUIDA DE EMPREGO POR ESCALÕES DE IDADE DA EMPRESA, 1995 – 2005



Fontes: SILATEE (1995-2005). Cálculos dos autores.

primeiros escalões etários devem-se à maior criação de emprego das empresas mais jovens, já que em termos de taxas de destruição não há diferenças assinaláveis entre os dois escalões.

Este comportamento das empresas portuguesas é consistente com a evidência internacional existente (Davis e Haltiwanger (1999)).

7. COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS

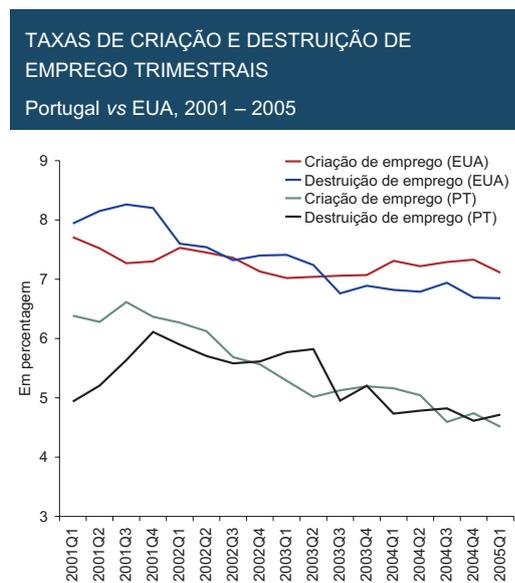
No plano internacional, os números da criação e destruição de emprego são comparáveis aos da vasta maioria dos países desenvolvidos. A análise ao nível sectorial, também não revela discrepâncias face ao panorama internacional.

No período da última recessão nos EUA, 2001 e 2002, a taxa trimestral média de criação de emprego situou-se em torno dos 7.5 por cento, enquanto que a taxa de destruição de emprego apresentou valores médios ligeiramente mais elevados (Davis, Faberman e Haltiwanger, 2006). Neste período, em que em Portugal se começavam a observar os primeiros sinais da alteração do ciclo económico, a criação de emprego estava ligeiramente acima dos 6 por cento e a destruição de emprego ligeiramente abaixo desse valor (Gráfico 12). A diferença das taxas entre os dois países situava-se assim em valores médios próximos de 1 p.p.

Como se viu anteriormente, entre 2001 e 2007, em Portugal as taxas média de criação e destruição foram de 5.3 e 5.1 por cento, respectivamente, ou seja, cerca de 1.9 p.p. inferiores às dos EUA. Contudo, o posicionamento desfasado do ciclo económico nas duas economias – os dados para Portugal corresponde a uma fase menos expansiva do que nos EUA – faz com que a diferença esteja sobre-avaliada. Corrigindo para efeitos do ciclo, as taxas de criação e destruição do emprego entre as duas economias tenderão a aproximar-se, pois as taxas de criação tendem a aumentar em períodos de expansão económica.

A comparação internacional das taxas trimestrais de criação e destruição de emprego é limitada pela escassez de dados para outros países. No entanto, a evidência para as taxas anuais é mais generalizada, apre-

Gráfico 12



Fontes: BDRSS (2001-2007). Cálculos dos autores; Davis *et al.* (2006).

sentando-se no Quadro 11 alguns exemplos dessas taxas⁹. As maiores taxas de criação e destruição de emprego são, como seria de esperar, observadas na Nova Zelândia, Dinamarca e Reino Unido, sendo que a maioria dos países tem taxas próximas dos 12 a 13 por cento, pelo que as taxas verificadas em Portugal não se afastam muito das observadas na generalidade dos países.

Em termos sectoriais, Portugal apresenta valores próximos dos observados para outras economias, quer em termos trimestrais quer em termos anuais. Por exemplo, para o período de 1990 a 2003, a economia norte-americana apresentou valores médios trimestrais para a taxa de criação de emprego no sector secundário de 4.9 por cento e de 5.3 por cento para a taxa de destruição de emprego (Davis, Faberman e Haltiwanger, 2005). Para Portugal, no período mais recente, estas taxas são de 3.3 e 4.1 por cento, também para a indústria transformadora, mas a taxa de criação está particularmente afectada pelo ciclo económico. No sector dos serviços as taxas de criação e destruição de emprego nos EUA flutuam em torno de 6.5 por cento, enquanto que para Portugal a média da taxa de criação foi de 5.4 por cento e a destruição 4.8 por cento. A maior diferença encontra-se no sector da construção, em que as taxas portuguesas estão 6 p.p. abaixo das norte-americanas.

No caso do Reino Unido, e para um período mais comparável com os dados para Portugal, 1997 a 2005, as taxas anuais de destruição de emprego foram 13.5 e 14.8 por cento, respectivamente, para a indústria transformadora e serviços, enquanto, as respectivas taxas de criação de emprego foram de 11 e 16.4 por cento (Hijzen, Upward e Wright, 2007). Para Portugal, as médias de 2001 a 2007, são de 11.2 e 11.9 por cento para as taxas anuais de destruição na indústria transformadora e nos serviços, respectivamente, e de 8.5 e 15.1 por cento para as taxas de criação. Em qualquer dos casos, os valores em Portugal são ligeiramente inferiores¹⁰.

Em termos de comparações internacionais, é ainda possível verificar que, em Portugal, o encerramento de empresas tem um peso ligeiramente superior ao de outros países. Por exemplo, para França os números reportados em Duhautois (2002), apontam para um peso das novas empresas na

(9) Note-se as diferenças nas fontes de informação utilizadas, bem como o facto de os períodos e sectores nem sempre coincidirem nos diversos países, o que impede extrapolações abusivas.

(10) Nos cálculos para o Reino Unido a construção é incluída nos serviços, pelo que os valores para Portugal são recalculados em concordância.

Quadro 11

TAXAS MÉDIAS ANUAIS DE CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGO EM PORCENTAGEM DO EMPREGO TOTAL

	Canadá	Dinamarca	Finlândia	França	Alemanha	Itália	Nova Zelândia	Suécia	Reino Unido	EUA	Portugal	Portugal
	1983-1991	1983-1989	1986-1991	1991-1996	1983-1990	1984-1992	1987-1992	1985-1992	1998-2005	1984-1991	2001-2006	1995-2005
											BDRSS	QP
Criação de emprego	14.5	16.0	10.4	10.2	9.0	12.3	15.7	14.5	15.2	13.0	13.3	14.0
Novas empresas	3.2	6.1	3.9	4.0	2.5	3.9	7.4	6.5	5.4	8.4	4.6	5.6
Expansões	11.2	9.9	6.5	6.2	6.5	8.4	8.3	8.0	9.8	4.6	8.7	8.4
Destruição de emprego	11.9	13.8	12.0	10.3	7.5	11.1	19.8	14.6	14.5	10.4	11.8	11.4
Encerramentos	3.1	5.0	3.4	3.7	1.9	3.8	8.5	5.0	7.3	7.3	4.7	4.4
Contracções	8.8	8.8	8.7	6.6	5.6	7.3	11.3	9.6	7.2	3.1	7.1	7.0
Variação líquida do emprego	2.6	2.2	-1.6	-0.1	1.5	1.3	-4.1	-0.1	0.7	2.6	1.6	2.6
Entrada líquida	0.2	1.1	0.5	0.3	0.5	0.2	-1.1	1.5	-1.9	1.1	4.0	1.2
Expansão líquida	2.4	1.1	-2.1	-0.4	0.9	1.1	-3.0	-1.6	2.6	1.5	1.6	1.4
Rotacção de emprego	26.3	29.8	22.4	20.5	16.5	23.4	35.5	29.1	29.7	23.4	25.1	25.4
Emprego no período base ('000s)	7 034	1 447	1 308	12 778	1 635	8 381	828	2 306	18 154	85 824	2 969	2 455
Taxa de desemprego (%)*	9.5	7.5	3.4	11.3	7.6	11.1	7.5	2.5	5.2	6.3	5.8	6.2

Fonte: OCDE (1994); França, R. Duhautois, *op. cit.*; Reino Unido, Hijzen *et al.*, *op. cit.*; * *Labour Force Statistics*, OCDE.

Nota: Entrada líquida = Novas empresas - Encerramentos. Expansão líquida = Expansões - Contracções.

Descrição dos dados

Canadá: *Small Business and Special Surveys Divisions*, baseado em informação fiscal ao nível da empresa. Subestima o emprego em pequenas empresas.

Dinamarca: Base de dados integrada para análise do mercado de trabalho — exclui o sector público. Ficheiro longitudinal de indivíduos e estabelecimentos.

Finlândia: Dados ao nível da empresa, complementados por inquéritos aos estabelecimentos. As empresas devem ter existido pelo menos 6 meses e ter um nível de negócio de pelo menos 45000FMK em 1991.

França: Registos de estabelecimentos, excluindo o sector público mas as grandes empresas não foram incluídas na amostra.

Alemanha: Dados da Segurança Social. Exclui os trabalhadores com menos de 15 horas por semana ou empregados por curtos períodos de tempo ou com um salário abaixo do salário mínimo.

Itália: Utiliza dados ao nível da empresa dos registos da Segurança Social. Exclui empresas do sector público. Os atrasos no processamento da informação afectam os resultados, em particular para as empresas mais pequenas.

Nova Zelândia: *Business Demography Database* ao nível do estabelecimento. Os trabalhadores a tempo-parcial foram contabilizados como metade de uma posição a tempo completo.

Suécia: *Database Statistics on Regional Employment*, longitudinal, para indivíduos e estabelecimentos.

Reino Unido: Dun and Bradstreet ao nível da empresa. Cobertura incompleta para empresas pequenas - 1985-1987 exclui empresas com menos de 5 empregados. Problemas com os atrasos no processamento da informação.

EUA: Dados de emprego e estabelecimentos longitudinais. Cobre todos os estabelecimentos com mais de um trabalhador.

Portugal – BDRSS: Dados ao nível da empresa dos registos da Segurança Social.

Portugal – QP: Dados ao nível da empresa dos Quadros de Pessoal do MTSS.

criação de emprego de cerca de 35 por cento e para um peso de 37 por cento para os encerramentos. Tal facto pode estar ligado à rigidez da actual legislação, impedindo as empresas de ajustarem mais suavemente as suas capacidades produtivas às condições de mercado; o encerramento surge como um recurso de última instância, usado com maior frequência do que noutras economias. Albæk e Sorensen (1998) apresentam valores semelhantes para a indústria transformadora na Dinamarca.

8. CONCLUSÕES

Este artigo analisa o fenómeno da criação e destruição de emprego ao nível da empresa em Portugal. Este processo, que está na base dos mecanismos de ajustamento da dimensão da força de trabalho nas empresas às suas condições de funcionamento no mercado, é de crucial importância para a eficiência do funcionamento do mercado de trabalho. Neste sentido, os impedimentos ao ajustamento competitivo das empresas podem ter graves consequências para a eficiência e produtividade das economias.

Em Portugal, as taxas de criação e destruição de emprego anuais estão ao mesmo nível das restantes economias desenvolvidas, revelando um comportamento cíclico esperado e uma tendência de diminuição que também é comum a essas economias. No entanto, tal como noutras economias desenvolvidas, em Portugal os números apresentados para a reafecção do emprego são uma subestimação da rotatividade de trabalhadores que passam pelo mesmo “posto de trabalho”. Por outras palavras, no processo de criação de um emprego, uma empresa tipicamente experimenta (contrata e despede) mais do que um trabalhador; ou seja, a criação líquida de um posto de trabalho implica a criação de múltiplos postos de trabalho ao mesmo tempo que são eliminadas funções até aí existentes. Uma avaliação desta questão deverá ser retomada em investigação futura.

O conjunto da evidência recolhida, conjugado com o grau de protecção existente ao emprego sem termo, aponta no sentido de existir uma forte segmentação no mercado de trabalho português, com o ajustamento a recair apenas sobre uma (pequena, mas crescente) parte do mercado. As perdas de bem-estar associadas com esta segmentação são relevantes e traduzem-se no elevado sentimento de insegurança com o emprego observado nos países ocidentais em que existe uma maior protecção ao emprego (Postel-Vinay e Saint-Martin, 2004, e OCDE, 2006). Dada a baixa flexibilidade existente nesses países, a insegurança reportada resulta dos fenómenos de elevada duração do desemprego e da ineficiente co-existência de formas contratuais que acentuam a assimetria nas taxas de rotação entre empregos de trabalhadores com diferentes tipos de contratos.

Com o modelo de protecção do emprego incapaz de conter o processo Schumpeteriano de destruição criativa e com os desafios de uma economia cada vez mais integrada, a resposta mais adequada face à crescente segmentação e dinâmica do mercado de trabalho é a criação de um modelo de protecção do trabalhador, por oposição ao actual modelo de protecção ao emprego.

REFERÊNCIAS

- Albæk, Karsten e Bent Sorensen, 1998, "Worker Flows and Job Flows in Danish Manufacturing, 1980-91", *The Economic Journal*, 108, 1750-1771.
- Antunes, António e Mário Centeno, 2007, "Do labor market policies affect employment composition? Lessons from European countries", *Working Paper*, 21, Banco de Portugal.
- Arozamena, Leandro e Mário Centeno, 2006, "Tenure, Business Cycle and the Wage Setting Process", *European Economic Review*, February, 401-424.
- Bertola, Giuseppe e Richard Rogerson, 1997, "Institutions and Labor Reallocation", *European Economic Review*, 41(6), 1147-1171.
- Centeno, Mário, Carla Machado e Álvaro Novo, 2008, "Criação e destruição de emprego", mimeo, Banco de Portugal.
- Centeno, Mário e Álvaro Novo, 2007, "A Regressividade do Subsídio de Desemprego: Identificação Através do Efeito de Rendimento da Alteração Legislativa de Julho de 1999", *Boletim Económico*, Outono, Banco de Portugal, 139-256.
- Davidsson, Per, Leif Lindmark e Christer Olofsson, 2004, "The Extent of Overestimation of Small Firm Job Creation: An Empirical Examination of the Regression Bias", *Small Business Economics*, 11(1), 87-100
- Davis, Steven, Jason Faberman e John Haltiwanger, 2006, "The Flow Approach to Labor Markets: New Data Sources and Micro-Macro Links", *Journal of Economic Perspectives*, 20(3), 3-26.
- Davis, Steven e John Haltiwanger, 1999, "Gross job flows", *Handbook of Labor Economics*, Orley Ashenfelter e David Card, eds. Volume 3B, Capítulo 41, Elsevier, North-Holland.
- Davis, Steven, John Haltiwanger e Scott Schuh, 1996, "Job creation and destruction", Cambridge MA, MIT Press.
- Duhautois, Richard, 2002, "Les réallocations d'emplois en France sont-elles en phase avec le cycle?", *Économie et statistique*, 351, 87-103.
- Farber, Henry, 1999, "Mobility and stability: the dynamics of job change in labor markets", *Handbook of Labor Economics*, Orley Ashenfelter e David Card, eds. Volume 3B, Capítulo 37, Elsevier, North-Holland.
- Foote, Christopher, 1998, "Trend employment growth and the Bunching of job creation and destruction", *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 809-834.
- Friedman, Milton, 1992, "Do old fallacies ever die?", *Journal of Economic Literature*, 30(4), 2129-2132.
- Haltiwanger, John, Stefano Scarpetta e Helena Schweiger, 2006, "Assessing Job Flows across Countries: The Role of Industry, Firm Size and Regulations", *IZA DP No. 2450*.
- Hijzen, Alex, Richard Upward e Peter Wright, 2007, "Job creation, job destruction and the role of small firms: firm-level evidence for the UK", University of Nottingham, *Research Paper 2007/01*.
- Jovanovic, Boyan, 1982, "Selection and the evolution of industry", *Econometrica*, 50:3, 649-670.
- Lazear, Edward 1990, "Job security provisions and employment", *Quarterly Journal of Economics*, 105, 699-726.

OCDE, 1994, "Job gains and job losses in firms", *Employment Outlook*, OCDE, 103-135.

OCDE, 2006, "Employment Outlook", OCDE, Paris.

Portugal, Pedro, 1999, "Volatilidade no emprego, protecção ao emprego e desemprego", *Boletim Económico*, Dezembro, Banco de Portugal, 51-63.

Postel-Vinay, Fabien e Anne Saint-Martin, 2004, "Comment les salariés perçoivent la protection de l'emploi?", Delta, *Working paper*.

Schumpeter, Joseph, 1942, "Capitalism, socialism, and democracy", Harper and Brothers, New York.

Topel, Robert e Micheal Ward (1992) "Job mobility and the career of young men", *Quarterly Journal of Economics*, 107, 439-479.

MIMO – UM MODELO MENSAL PARA A INFLAÇÃO*

Ricardo Mourinho Félix**

José Francisco Maria**

Sara Serra**

1. INTRODUÇÃO

O presente artigo apresenta um modelo mensal para a inflação na economia portuguesa denominado *MIMO*. O principal objectivo subjacente à construção do *MIMO* foi a criação de um instrumento que pudesse ser utilizado simultaneamente para a análise e projecção da taxa de inflação mensal. Baseado num enquadramento teórico simples, o *MIMO* assenta numa abordagem de equilíbrio parcial, não contemplando portanto alguns efeitos que só poderiam ser captados num contexto mais complexo de equilíbrio geral. Por exemplo, os efeitos de segunda ordem associados a alterações nos determinantes macroeconómicos não são considerados, embora possam ser significativos em projecções para horizontes mais longos. Deste modo, o *MIMO* deve ser visto como um instrumento adicional no âmbito de uma análise aprofundada do comportamento da inflação ou de um exercício de projecção da inflação, no qual os efeitos de segunda ordem devem ser considerados.

Os modelos de previsão da inflação existentes na literatura seguem um conjunto de abordagens distintas. O *MIMO* assenta numa análise desagregada, em que a previsão da taxa de inflação resulta da agregação das previsões das componentes “bens alimentares não transformados”, “bens alimentares transformados”, “bens industriais não energéticos”, “bens energéticos” e “serviços”¹. Cada componente inclui dois tipos de produtos: aqueles cujos preços são determinados pelo mercado e aqueles cujos preços são, em larga medida, influenciados ou por decisões governamentais ou por decisões de autoridades reguladoras nacionais (por exemplo, preços do tabaco ou da electricidade). No primeiro caso, a modelização de cada componente tem por base uma equação na forma de mecanismo corrector do erro que depende essencialmente de determinantes macroeconómicos; no segundo caso, assume-se que os preços têm um carácter exógeno e que, conseqüentemente, não dependem de determinantes macroeconómicos. Além disso, pressupõe-se que não existe qualquer interacção entre os preços das diferentes componentes ou entre os preços dos dois tipos de produtos. Por exemplo, assume-se que a evolução dos preços dos produtos alimentares transformados, determinados no âmbito do funcionamento do mercado, não tem quaisquer efeitos sobre a evolução dos preços que são essencialmente determinados através de regulamentação ou sobre o comportamento dos preços dos restantes bens e serviços.

As equações utilizadas na projecção e análise da inflação têm por base dados mensais. Dado que os principais determinantes macroeconómicos (em particular os salários, o produto, o emprego e os pre-

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal. “MIMO” é um acrónimo da expressão inglesa “*Monthly Inflation Model*”.

** Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal, 1150-165 Lisboa, Portugal. Os autores podem ser contactados através dos endereços de correio electrónico rfelix@bportugal.pt, jfmaria@bportugal.pt e srserra@bportugal.pt

(1) Entre os diferentes tipos de modelos utilizados para previsão de inflação, ver, por exemplo, Moser, Rumler e Scharler (2004), Vlaar e den Reijer (2004), Bandt, Michaux, Bruneau e Flageollet (2007) e Adolfson, Laséen, Lindé e Villani (2007). Para uma discussão sobre a utilização da abordagem em que a projecção da inflação resulta da agregação das projecções das componentes, em contraste com uma abordagem que considera directamente o total da inflação como variável dependente, ver Espasa e Albacete (2007).

ços das importações) apenas estão disponíveis numa base trimestral, utilizou-se um procedimento estatístico de desagregação para uma frequência mensal. A utilização de um instrumento mensal apresenta algumas vantagens no contexto de um exercício de projecção da inflação, permitindo, por exemplo, analisar e incorporar adequadamente a informação mensal de preços. Tal não seria possível no contexto de um modelo trimestral ou anual.

O presente artigo está estruturado da seguinte forma: a Secção 2 apresenta o quadro geral de funcionamento do *MIMO*; a Secção 3 apresenta o enquadramento teórico do mecanismo de fixação dos preços determinados no mercado; a Secção 4 contém as equações estimadas e clarifica o procedimento seguido para a projecção dos preços que não são determinados pelo mercado; a Secção 5 analisa o impacto de choques permanentes sobre as principais variáveis explicativas do modelo, nomeadamente os custos unitários do trabalho e os preços de importação de bens não energéticos, bem como o impacto de inovações temporárias não antecipadas nos resíduos das equações. Na Secção 6, a taxa de inflação registada durante o período 1998-2007 é analisada através do *MIMO*. Por último, a Secção 7 apresenta as principais conclusões assim como algumas linhas de pesquisa futuras.

2. ENQUADRAMENTO GERAL DO *MIMO*

O *MIMO* assenta na projecção directa das componentes “produtos alimentares não transformados” (*UF*), “bens alimentares transformados” (*PF*), “bens industriais não energéticos” (*NEIG*), “bens energéticos” (*NRG*) e “serviços” (*SERV*), resultando a projecção da taxa de inflação total da agregação das projecções destas componentes. O conjunto de itens elementares incluído em cada componente é definido em linha com a metodologia do Eurostat relativa ao Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC). O *MIMO* utiliza o conjunto de dados mais desagregado disponível (nomeadamente, a desagregação de dois dígitos da *COICOP*) com início em Janeiro de 1996².

A estrutura de formação de preços do modelo pressupõe que a evolução destes reflecte a dinâmica dos custos internos de produção e dos preços de importação, implicando que todas as equações descrevam o ajustamento dos preços no consumidor a choques nestes fundamentos macroeconómicos. Porém, convém ter em conta que vários preços no consumidor não são determinados pelo funcionamento dos mercados. No *MIMO*, estes preços são tratados separadamente. Cada componente do IHPC foi desagregada de acordo com a seguinte taxionomia:

Preços determinados no mercado: inclui todos os preços de bens ou serviços que são, em grande medida, determinados por mecanismos de fixação de preços baseados no funcionamento do mercado e que, em última instância, resultam da interacção entre a procura e a oferta;

Preços “administrados” ou “quasi-administrados”: inclui todos os preços de bens ou serviços que não são determinados por mecanismos de mercado. Um item é classificado como administrado (*ADM*) se o seu preço for, em larga medida, determinado por decisões governamentais ou por decisões das autoridades de regulamentação nacionais, como, por exemplo, o preço da electricidade; um item é classificado como quasi-administrado (*QADM*) se o seu preço não estiver em total conformidade com a definição acima mencionada, mas ainda assim continuar a ser significativamente influenciado por decisões não relacionadas com o funcionamento do mercado, como é o caso do preço do tabaco.

(2) “*UF*”, “*PF*”, “*NEIG*”, “*NRG*” e “*SERV*” são acrónimos das expressões inglesas “*Unprocessed Food*”, “*Processed Food*”, “*Non energy industrial goods*”, “*Energy*” e “*Services*”, respectivamente. O conteúdo de cada componente do IHPC pode ser consultado em Comissão Europeia (*Eurostat*) (2001) e na metainformação disponibilizada na internet pelo *Eurostat*. *COICOP* é um acrónimo da expressão inglesa “*Classification of Individual Consumption According to Purpose*”.

Cada item classificado como *ADM* ou *QADM* é tratado separadamente. Assume-se que os preços destes itens são totalmente exógenos em relação às restantes componentes, o que significa que os fundamentos macroeconómicos não têm qualquer impacto sobre a sua evolução. Este aperfeiçoamento é fundamental, na medida em que se pressupõe que as equações descrevem o mecanismo de fixação de preços dos agentes envolvidos na produção e comércio a retalho de bens e serviços, de acordo com o seu problema de minimização do custo. A utilização desta distinção permite melhorar a identificação dos mecanismos de fixação de preços uma vez que a inclusão nos agregados a modelar de preços amplamente determinados através de procedimentos exógenos prejudicaria seguramente a forma funcional das equações, dificultando a identificação dos parâmetros e criando resultados potencialmente espúrios.

Além do IHPC, a base de dados do *MIMO* inclui também medidas dos custos de produção internos e dos preços de importação, taxas de câmbio nominais e preços de matérias-primas, incluindo petróleo. No que respeita aos bens energéticos, a base de dados inclui adicionalmente informação da Direcção Geral de Energia e Geologia (DGEG)³. Na medida em que algumas destas séries temporais apenas estão disponíveis com frequência trimestral, utilizou-se um procedimento estatístico de desagregação para uma frequência mensal⁴.

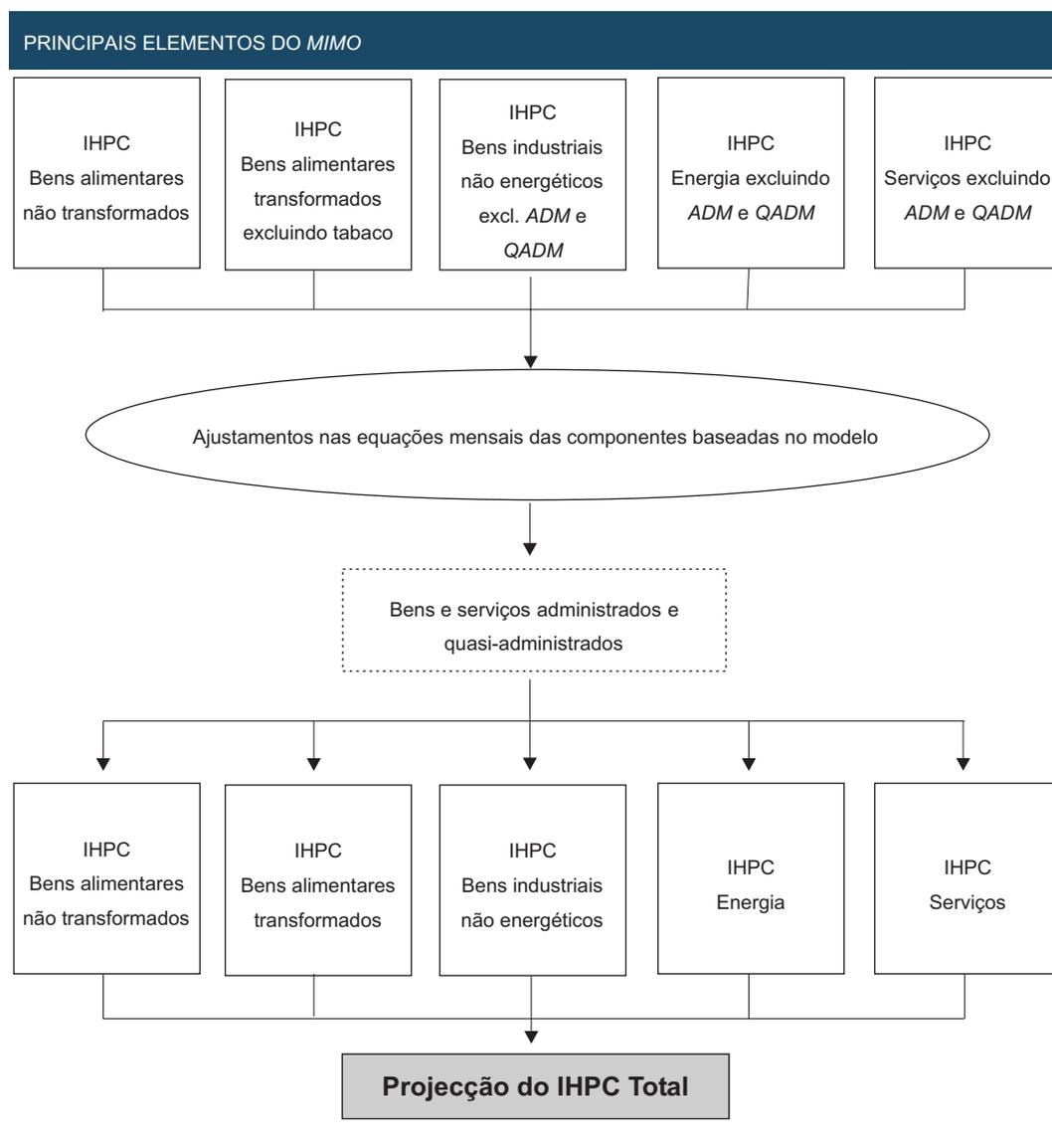
O processo de projecção é apresentado em esquema no Gráfico 1. O modelo apresentado admite que não existem efeitos indirectos de choques numa componente sobre as restantes. Deste modo, é eliminada qualquer interacção entre os preços das diferentes componentes. Para assegurar que o resultado das equações é razoável, é necessário tomar em consideração a evolução dos resíduos das equações, nomeadamente no período mais recente, assim como do termo corrector do erro. Em particular, caso se tenha observado um desvio persistente em relação à solução de longo prazo, traduzido por um desalinhamento sistemático do termo corrector do erro, esta informação deverá ser interpretada e deverão ser adoptadas medidas em conformidade.

As intervenções exógenas - os "Ajustamentos nas equações mensais" - desempenham sempre algum papel num exercício de projecção da inflação. Qualquer modelo apenas pode reflectir a informação contida nas variáveis explicativas. Porém, pode existir informação relevante para a projecção da inflação que não está contida nestas variáveis. Um exemplo típico foi o anúncio em 2000 de que o Campeonato Europeu de Futebol de 2004 seria realizado em Portugal. Neste caso, seria de esperar um impacto significativo sobre os preços dos serviços de alojamento, em Junho de 2004, decorrente de um aumento das margens de lucro face a condições de procura invulgarmente favoráveis. No entanto, esta informação não era passível de ser captada pelas variáveis explicativas do modelo. Uma vez que este alargamento temporário das margens de lucro poderia ter sido antecipado a partir do momento do anúncio, dever-se-ia ajustar adequadamente a equação relativa aos preços dos serviços. Um outro exemplo típico é um anúncio antecipado de alterações aos impostos sobre o consumo. Por último, uma outra situação onde os ajustamentos têm uma importância fundamental é no caso em que a projecção é totalmente determinada pelo termo corrector do erro porque os preços no consumidor estão significativamente afastados dos seus valores de equilíbrio de longo prazo, isto é, as margens de lucro estão anormalmente elevadas ou reduzidas. Sempre que o retorno das margens de lucro à sua média histórica seja improvável, deve ajustar-se a equação de forma a evitar que a projecção seja afectada por um comportamento pouco razoável, imposto pela mesma.

(3) Para mais informações, consultar www.dgge.pt.

(4) O método utilizado para a desagregação mensal dos dados trimestrais tem por base o procedimento *spline*, incluído no *software* PC-TROLL. Para mais informações, consultar www.hendyplan.com/troll/overview.htm.

Gráfico 1



A projecção da taxa de inflação para a economia portuguesa resulta, finalmente, da agregação de todas as projecções obtidas a partir das equações do modelo, assim como de todos os preços ADM e QADM, sendo estes totalmente exógenos.

3. UM PROBLEMA SIMPLES DE FIXAÇÃO DE PREÇOS

O MIMO assenta numa abordagem de equilíbrio parcial que funciona de acordo com mecanismos teóricos de fixação de preços *naïve*, não considerando diversos impactos que apenas poderiam ser captados no contexto de um modelo de equilíbrio geral. No MIMO, a transmissão dos preços no consumidor a outras variáveis macroeconómicas é negligenciada. Em particular, a evolução futura dos preços é projectada e analisada no pressuposto de que os salários, o emprego e o produto são totalmente exógenos. Assim, as projecções derivadas a partir do MIMO são mais razoáveis para horizontes de projecção mais curtos, em que o impacto provável dos efeitos de segunda ordem é limitado, do que para horizontes mais longos. Deste modo, o modelo deve ser utilizado como um instrumento adi-

cional no âmbito de uma análise mais abrangente da dinâmica da inflação ou de um exercício de projecção da inflação, onde os efeitos de segunda ordem devem ser tomados em consideração.

O mecanismo de fixação de preços subjacente ao *MIMO* é muito simplificado. Assume-se que o retalhista de bens de consumo opera num contexto de concorrência monopolística, em que a presença de impostos indirectos afecta os preços finais pagos pelos consumidores. O problema de minimização do custo do retalhista é definido da seguinte forma:

$$\min_{Y_t^H, Y_t^F} P_t^H \cdot Y_t^H + P_t^F \cdot Y_t^F \quad (1)$$

sujeito a uma restrição tecnológica imposta pela função de produção:

$$Y_t = A(Y_t^H)^\alpha (Y_t^F)^{1-\alpha} \quad (2)$$

P_t^H e P_t^F correspondem ao preço dos factores de produção intermédios nacional (H) e estrangeiro (F), respectivamente, utilizados na produção do bem ou serviço que será objecto de consumo final (Y_t). Num contexto de concorrência perfeita nos mercados de factores de produção, P_t^H e P_t^F são os preços fixados pelos produtores de factores intermédios e que são tomados como exógenos pelo retalhista. Y_t^F e Y_t^H são as quantidades de factores de produção intermédios nacionais e estrangeiros necessários para produzir o montante Y_t do bem ou serviço de consumo final (que o produtor toma como exógeno). A é um factor de escala⁵.

A procura óptima de factores Y_t^H e Y_t^F pode ser obtida a partir de condições de primeira ordem do problema de minimização do custo acima apresentado:

$$Y_t^H = \alpha \left(\frac{P_t^H}{MC_t} \right)^{-1} Y_t \quad (3)$$

$$Y_t^F = (1-\alpha) \left(\frac{P_t^F}{MC_t} \right)^{-1} Y_t \quad (4)$$

em que MC_t é o custo marginal do bem ou serviço de consumo final, dado pelo multiplicador de Lagrange deste problema. Em concorrência perfeita, o preço final pago pelos consumidores, P_t , é igual ao custo marginal, ou seja, $P_t = MC_t$. Num contexto de concorrência monopolística e em que existem impostos indirectos sobre o consumo final de bens ou serviços, P_t deve ser expresso como um *mark-up* sobre os custos marginais. Substituindo (3) e (4) em (2), é possível identificar a seguinte condição para o custo marginal:

$$MC_t = \frac{1}{A} \frac{(P_t^H)^\alpha \cdot (P_t^F)^{1-\alpha}}{\alpha^\alpha \cdot (1-\alpha)^{1-\alpha}} \quad (5)$$

Definindo τ_t como a taxa do imposto indirecto e Ω_t como o *mark-up* antes de impostos sobre o custo marginal, P_t tem a seguinte expressão num contexto de concorrência monopolística:

$$P_t = (1 + \tau_t) \cdot (1 + \Omega_t) \cdot MC_t = (1 + \tau_t) \cdot (1 + \Omega_t) \cdot \frac{(P_t^H)^\alpha \cdot (P_t^F)^{1-\alpha}}{A \cdot \alpha^\alpha \cdot (1-\alpha)^{1-\alpha}} \quad (6)$$

(5) Um enquadramento mais geral requereria que A medisse a produtividade na produção do bem ou serviço de consumo final, e que pudesse evoluir no tempo de acordo com uma determinada dinâmica. O estudo do problema de minimização dos custos das empresas, ou de maximização do lucro, pode ser encontrado em diversos manuais, incluindo, por exemplo, Tirole (1988).

A equação de preços (6) é utilizada no *MIMO* como o equilíbrio de longo prazo das equações das componentes do IHPC que se considera serem determinadas pelo mercado. Tomando logaritmos de (6), obtém-se⁶:

$$p_t \approx \tau_t + \Omega_t - \alpha - \ln \alpha - (1-\alpha) \ln(1-\alpha) + \alpha \cdot p_t^H + (1-\alpha) \cdot p_t^F \approx C + \alpha \cdot p_t^H + (1-\alpha) \cdot p_t^F + \varepsilon_t \quad (7)$$

em que

$$\tau_t + \Omega_t - a - \alpha \ln \alpha - (1-\alpha) \ln(1-\alpha) \equiv C + \varepsilon_t \quad (8)$$

e

$$C = \bar{\tau} + \bar{\Omega} - a - \alpha \ln \alpha - (1-\alpha) \ln(1-\alpha) \quad (9)$$

$$\varepsilon_t = \varepsilon_t^\tau + \varepsilon_t^\Omega \quad (10)$$

É de notar que $\bar{\tau}$ e $\bar{\Omega}$ são constantes que representam o nível de longo prazo dos impostos indirectos e das margens de lucro, respectivamente. Pelo contrário, ε_t evolui ao longo do tempo de acordo com choques estruturais sobre os impostos indirectos (ε_t^τ) ou sobre os *mark-ups* (ε_t^Ω). Dado que os choques sobre os impostos indirectos podem ser identificados, uma vez que as alterações ao sistema fiscal são conhecidas, é possível identificar os choques sobre os *mark-ups*, desde que os erros de medição dos determinantes dos custos marginais sejam negligenciáveis.

A seguinte equação pode ser estimada através do método dos mínimos quadrados (OLS), com base na propriedade de superconsistência deste estimador num contexto de séries temporais cointegradas apresentado em Engel e Granger (1987):

$$p_t = C + \alpha \cdot p_t^H + (1-\alpha) \cdot p_t^F + \varepsilon_t \quad (11)$$

No *MIMO*, a relação de equilíbrio acima representada está incorporada numa equação na forma de mecanismo corrector do erro com a seguinte especificação:

$$\Delta p_t = S_t + A(L)\Delta p_{t-1} + B(L)\Delta p_t^H + C(L)\Delta p_t^F - \lambda(p_{t-1} - C - \alpha \cdot p_{t-1}^H - (1-\alpha) \cdot p_{t-1}^F) + u_t \quad (12)$$

em que S_t corresponde a um conjunto de variáveis sazonais centradas que captam a possível sazonalidade das margens de lucro, $A(L)$, $B(L)$ e $C(L)$ são polinómios de defasamento e L o operador de defasamento. Esta especificação pode ser estimada utilizando o método OLS, desde que exista um vector de cointegração $[C \ \alpha]$ que torne o mecanismo corrector do erro $[p_t - C - \alpha \cdot p_t^H - (1-\alpha) \cdot p_t^F]$ estacionário.

É de sublinhar que a equação na forma de mecanismo corrector do erro acima referida também pode ser racionalizada num contexto em que a empresa (representativa) resolve um problema de maximização intertemporal do lucro, em que os preços estão sujeitos a custos quadráticos de ajustamento e as expectativas de inflação são adaptativas, tendo por base o comportamento passado da inflação dos bens intermédios nacionais e estrangeiros⁷. Na prática, a dinâmica de curto prazo capta a flutuação das margens de lucro, com origem no ajustamento gradual dos preços a choques sobre os custos marginais, imposta pelos custos significativos de uma alteração abrupta dos preços, no pressuposto de que a taxa de imposto se mantém inalterada. Note-se que o enquadramento teórico não toma em

(6) Os caracteres em minúsculas representam os logaritmos das variáveis em maiúsculas.

(7) O problema de maximização do lucro, no contexto em que os preços estão sujeitos a custos de ajustamentos quadráticos, tem sido usado em modelos recentes de equilíbrio geral. Ver, por exemplo, Smets e Wouters (2003).

consideração a existência de efeitos indirectos entre os preços no consumidor de diferentes componentes.

A implementação de (12) em termos empíricos exige a escolha de indicadores de preços apropriados para os factores de produção intermédios nacional e estrangeiro, ou seja, P_t^H e P_t^F , respectivamente. No caso de P_t^F , o preço de importação de bens não energéticos parece ser uma escolha natural. P_t^H é habitualmente captado pelo deflator do valor acrescentado a preços base ou pelos custos unitários do trabalho. As equações apresentadas no presente artigo utilizam os custos unitários do trabalho do sector privado, dado que esta variável é menos propensa a erros de medição e reflecte a evolução quer da remuneração por trabalhador quer da produtividade do trabalho. A escolha entre o deflator do valor acrescentado e os custos unitários do trabalho não é relevante se os *mark-ups* sobre os preços dos factores de produção intermédios internos evoluírem em linha com os *mark-ups* sobre os preços a retalho de bens de consumo; ou, em alternativa, se os factores de produção intermédios nacionais forem produzidos num contexto de concorrência perfeita e o deflator do valor acrescentado corresponder a um *mark-up* constante sobre os custos unitários do trabalho. A principal implicação da utilização dos custos unitários do trabalho em vez do deflator do valor acrescentado é a de que não é possível identificar separadamente as variações das margens de lucro. Quando se utilizam os custos unitários do trabalho, as margens de lucro incluem não apenas a margem de lucro do retalhista mas também a margem dos produtores de factores de produção intermédios, excepto quando se pressupõe que estes factores são produzidos num contexto de perfeita concorrência. Neste caso, a margem de lucro destes produtores é nula.

4. O FUNCIONAMENTO DO MIMO

Em linha com a taxionomia introduzida na Secção 2, o MIMO é composto por dois blocos. O primeiro bloco incide sobre os preços determinados pelo mercado. Na Secção 4.1 apresentam-se as componentes *UF*, *PF*, *NEIG* e *SERV* e na Secção 4.2 os bens energéticos. Conforme referido anteriormente, este bloco não considera preços *ADM* ou *QADM*, que serão analisados na Secção 4.3.

4.1. IHCP excluindo bens energéticos

As equações de preços relativas ao IHCP excluindo bens energéticos têm a forma apresentada em (12). A modelação seguiu uma abordagem do geral para o particular, sendo que todas as variáveis que não eram estatisticamente significativas foram eliminadas da especificação final. Um resumo dos resultados finais é apresentado no Quadro 1. Todas as variáveis foram previamente logaritimizadas. Δp_{t-i} representa a inflação mensal da componente p com desfasamento i , e $p = \{UF, PF, NEIG, SERV\}$. Tendo em conta (12), \mathbb{C} é a constante incluída no termo corrector do erro, λ é o coeficiente associado ao termo corrector do erro e α_1 mede a importância de pressões inflacionistas geradas internamente, o que implica que $(1 - \alpha_1)$ represente a importância de pressões inflacionistas de origem externa. Todas as equações utilizam os custos unitários do trabalho do sector privado como medida dos custos internos e o preço de importação de bens não energéticos como medida dos custos externos.

Os resultados apresentados no Quadro 1 revelam que, no longo prazo, as equações de previsão atribuem uma menor importância à evolução dos custos unitários do trabalho no caso dos *UP*, *PF* e *NEIG*, do que no caso dos *SERV*. O primeiro grupo atribui um peso entre 48 e 59 por cento à evolução dos custos unitários do trabalho, enquanto no caso dos serviços este valor aumenta para 77 por cento. Dado que a componente serviços inclui um maior peso de itens não transaccionáveis, em comparação com os agregados de bens, os resultados são consistentes com a noção tradicional de que os preços dos serviços

Quadro 1

COEFICIENTES DAS EQUAÇÕES DO MODELO

	P_t			
	Bens alimentares não transformados	Bens alimentares transformados	Bens Industriais não energéticos	Serviços
	(UF)	(PF)	(NEIG)	(SERV)
Pesos no IHPC total (por cento)	11.3	8.4	27.9	25.9
C	4.92	5.00	5.00	3.63
$-\lambda$	0.12	0.06	0.06	0.08
α_1	0.48	0.59	0.55	0.77
Δy_{t-1}		0.25	0.08	0.12
Δy_{t-3}	0.16			
Δulc_{t-1}			0.07	
S_t				
Jan	0.61	0.25	-3.27	-0.10
Fev	-0.26	0.01	-0.31	0.65
Mar	-0.44	0.11	3.66	0.10
Abr	0.29	0.02	-0.01	0.29
Mai	0.31	0.06	-0.01	0.04
Jun	0.03	-0.08	-0.33	0.12
Jul	0.16	-0.09	-1.37	-0.03
Ago	0.45	-0.08	-1.43	-0.01
Set	-1.18	0.01	2.46	-0.03
Out	-0.52	0.00	0.60	-0.34
Nov	-0.16	0.10	-0.01	-0.34
Dez	0.70	-0.31	-0.01	-0.34

estão mais protegidos dos desenvolvimentos nos preços internacionais e mais correlacionados com pressões inflacionistas internas do que no caso da componente de bens⁸. Os coeficientes λ , que medem a velocidade de ajustamento para o equilíbrio de longo prazo, variam entre 0.06 e 0.12, o que corresponde a um período médio de ajustamento dos choques permanentes entre 8 e 16 meses.

No curto prazo, e para além dos efeitos das variáveis desfasadas, as equações de previsão do *MIMO* são influenciadas por efeitos sazonais, incluídos em S_t na especificação (12). O IHPC está claramente sujeito a um perfil sazonal, principalmente devido ao período de saldos e promoções que afecta os *NEIG*. No entanto, a sazonalidade também é evidente nos *UF*, principalmente devido ao facto de a oferta de alguns frutos e vegetais ser claramente sazonal e isto se reflectir nos seus preços. Para lidar com a sazonalidade do IHPC, uma opção óbvia poderia consistir em retirá-la previamente dos dados originais por meio de um procedimento de correcção de sazonalidade. Porém, tal poderá não ser simples ou mesmo desejável, dado que se têm registado vários regimes sazonais em Portugal ao longo dos últimos anos, não apenas devido à alteração dos comportamentos dos agentes económicos, mas também devido a alterações metodológicas no cálculo do IHPC⁹. Além disso, convém lembrar que a maior parte dos filtros sazonais podem remover mais do que a sazonalidade, como referido em Thomas e Wallis (1971). O procedimento seguido assentou na utilização de variáveis sazonais centradas no processo de estimação. Ao longo do período de estimação foram tomadas em consideração as quebras estruturais no padrão sazonal.

(8) No caso dos preços dos serviços, também foi incluída na estimação uma tendência determinística que se revelou estatisticamente significativa. Em parte, esta tendência capta os custos internos da produção deste cabaz, que não são totalmente explicados pelo indicador de custos unitários do trabalho utilizado na medida em que este é um agregado para o conjunto do sector privado da economia.

(9) A quebra estrutural nos preços dos *NEIG* a partir de Janeiro de 2006, devido a alterações metodológicas, foi analisada na edição da Primavera de 2007 do Boletim Económico do Banco de Portugal (ver "Caixa 2 Alterações metodológicas no cálculo do IHPC"). O Quadro 1 apresenta apenas o padrão sazonal que é efectivamente utilizado para efeitos de projecção, tendo sido estabelecido no caso dos *NEIG* com informação mensal que apenas está disponível desde Janeiro de 2006. À medida que nova informação seja disponibilizada, a reavaliação deste padrão sazonal deverá ser assegurada.

4.2. Energia

O único item do IHPC incluído nos bens energéticos que não é considerado *ADM* ou *QADM*, e que portanto é modelado no *MIMO* através de uma equação comportamental, designa-se “Combustível e lubrificantes para equipamento para transporte pessoal” (doravante denominado “Combustíveis”). Este item representa 5 por cento do IHPC e 55 por cento do total da componente energética. A projecção dos preços dos Combustíveis envolve duas fases. A primeira fase consiste na desagregação do preço final deste item numa fracção relacionada com o Imposto sobre os Produtos Petrolíferos (ISP) e com o Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA), e numa fracção que representa o preço sem impostos. Os produtos petrolíferos mais relevantes abrangidos por este item são a gasolina “Euro-super 95” e o gasóleo. O refinamento acima referido é relevante na medida em que as equações comportamentais incidem apenas sobre os preços antes dos impostos. Estas equações projectam a evolução dos preços do gasóleo e da gasolina em função da evolução recente do preço do petróleo em euros, estimando-se uma transmissão de cerca de 80 por cento da variação. Esta transmissão incompleta do preço do petróleo ao preço sem impostos poderá reflectir o facto de os custos do petróleo importado e outros custos indexados ao preço do petróleo representarem cerca de 80 por cento dos custos de refinação e distribuição e das margens de lucro. Pressupõe-se que os restantes custos se mantêm inalterados ao longo do horizonte de projecção¹⁰. Na medida em que estas equações não incluem termo corrector do erro, todos os choques têm um impacto permanente no nível de preços, quer se tratem de choques sobre os preços do petróleo ou choques não antecipados sobre as margens de refinação. Esta matéria é analisada em maior detalhe na Secção 5.

A fracção dos combustíveis relacionada com impostos é tratada em separado e representa uma segunda fase do processo de projecção deste item. Em particular, assume-se que alterações do ISP ou das taxas do IVA reflectem medidas de política orçamental já aprovadas em termos legais ou especificadas com um nível suficiente de pormenor. Caso não estejam disponíveis quaisquer informações, assume-se que as taxas de imposto permanecem inalteradas ao longo do horizonte de projecção.

Por último, é de assinalar que se assume que as alterações dos preços da energia, resultantes por exemplo de choques no preço do petróleo, não produzem efeitos indirectos sobre outras componentes do IHPC ou efeitos de segunda ordem sobre quaisquer outras variáveis como, por exemplo, os salários.

4.3. Preços administrados ou quasi-administrados

Os preços *ADM* e *QADM* representam cerca de 20 por cento do IHPC. O critério de definição dos itens *ADM*, que correspondem a cerca de 15 por cento do IHPC, requer que o preço destes bens e serviços seja fixado directamente, influenciado de forma significativa pelo Governo ou definido por entidades reguladoras nacionais. Os preços dos transportes públicos e da electricidade são dois exemplos típicos.

O cabaz *QADM*, que corresponde a cerca de 5 por cento do IHPC, diz respeito a situações em que, embora não haja um cumprimento formal dos critérios das rubricas *ADM*, uma análise da sua dinâmica de preços revela que, aparentemente, estes não são determinados pelo mercado, não devendo

(10) Para mais informações sobre estes preços, consultar http://ec.europa.eu/energy/oil/bulletin/index_en.htm. Saliente-se que o impacto total dos preços do petróleo sobre a taxa de inflação total não se limita ao impacto sobre os preços destes produtos petrolíferos. Os preços do gás, o qual é também um bem energético, embora esteja incluído no cabaz *ADM*, também acompanha a evolução dos preços do petróleo (ver Secção 4.3).

estes itens ser incluídos na lista dos que possam estar sujeitos a uma projecção baseada em modelos. Um exemplo claro é o preço do tabaco, que representa cerca de 2 por cento do IHPC.

Quer as rubricas *ADM* quer as *QADM* são totalmente exógenas no *MIMO*. Para efeitos de projecção, são tratadas da mesma forma e em conformidade com toda a informação disponível (por exemplo, o Orçamento de Estado ou o Programa de Estabilidade e Crescimento). Na ausência de qualquer informação, o que normalmente acontece nos horizontes de previsão mais longos, assume-se que estes preços evoluem de acordo com a média do último período para o qual existe informação disponível. Neste contexto, o preço do gás constitui um caso especial. No *MIMO*, assume-se que o preço do gás evolui em linha com a taxa de variação média do preço do petróleo em euros ao longo de um período de cerca de 12 meses.

5. O IMPACTO DE CHOQUES NO *MIMO*

As propriedades e a dinâmica dos preços incorporadas no *MIMO* podem ser sintetizadas através da forma como o modelo responde a choques. Esta Secção apresenta a evolução dos preços na sequência de choques permanentes sobre as suas variáveis explicativas, bem como os impactos resultantes de inovações temporárias não antecipadas no nível de preços (que correspondem essencialmente a choques não antecipados sobre as margens de lucro). Os choques foram implementados num determinado mês e no bloco do *MIMO* apresentado nas secções 4.1 e 4.2. Para simplificar a leitura dos resultados, os valores reportados referem-se aos impactos sobre os serviços, os bens e o IHPC total, em termos trimestrais.

No que respeita aos efeitos sobre o IHPC que decorrem de um aumento permanente dos determinantes de longo prazo da inflação, os resultados são apresentados no Gráfico 2. Este mostra a resposta a um choque permanente de 1 por cento sobre os custos unitários do trabalho e sobre os preços de importação de bens não energéticos. Após dois anos, o choque sobre os custos unitários do trabalho aumenta o nível de preços total em cerca de 0.43 por cento, enquanto o efeito de um choque nos preços de importação de bens não energéticos ascende a cerca de 0.25 por cento, ou seja, valores relativamente próximos dos respectivos impactos de longo prazo (que se situam em 0.5 e 0.3 por cento, respectivamente). Tal implica que, após dois anos, se tenha registado uma transmissão quase integral dos preços dos factores de produção nacionais e estrangeiros aos preços no consumidor.

O perfil temporal da transmissão é também semelhante para os diversos choques e componentes. Em ambos os exercícios de simulação, cerca de 60 por cento do efeito total sobre o nível de preços ocorre até ao final do primeiro ano após o choque; esta percentagem aumenta para quase 90 por cento até ao final do ano seguinte. Em termos trimestrais, o impacto mais significativo tem lugar no trimestre imediatamente posterior a seguir ao do choque. O impacto em termos da taxa de inflação também atinge um máximo neste horizonte, uma vez que o ajustamento ocorre gradualmente através do termo corrector do erro (ver Secção 4.1). Este período de tempo é consistente com a noção de que a percepção do choque pelas empresas e a correspondente alteração dos preços ocorre com um certo desfasamento, devido a condições operacionais que incluem possivelmente a presença de alguma rigidez nominal.

Embora o perfil temporal de transmissão seja semelhante entre as diversas componentes, o impacto sobre os preços dos bens e serviços difere para cada choque. A resposta do preço dos serviços a um aumento dos custos unitários do trabalho é mais forte do que no caso dos preços dos bens devido à maior percentagem de itens não transaccionáveis incluída nos serviços, o que aumenta a importância dos custos internos no preço final pago pelos consumidores. O contrário sucede no caso do choque sobre os preços de importação de bens não energéticos, que tem um maior impacto sobre o preço dos

bens. O Gráfico 2 também mostra a forma como o nível do IHPC converge para o efeito de longo prazo esperado.

No que respeita aos choques sobre os preços do petróleo, o Gráfico 3 apresenta o impacto de um aumento permanente de 10 por cento no preço desta matéria-prima no IHPC. O MIMO considera apenas os efeitos directos decorrentes deste choque e, além disso, as oscilações no preço do petróleo afectam exclusivamente o preço dos Combustíveis antes de impostos e o preço do gás. A transmissão do choque é muito rápida. Quase 90 por cento da transmissão ocorre no trimestre em que o choque tem lugar. Nos períodos subsequentes, o impacto do choque prossegue através de efeitos desfasados relacionados com o mecanismo de determinação do preço do gás referido na Secção 4. No final do segundo ano após o choque, o impacto é de cerca de 3% nos preços dos bens energéticos e de 0.3% no IHPC total, o que representa o seu impacto de longo prazo. Vale a pena referir que se as-

Gráfico 2

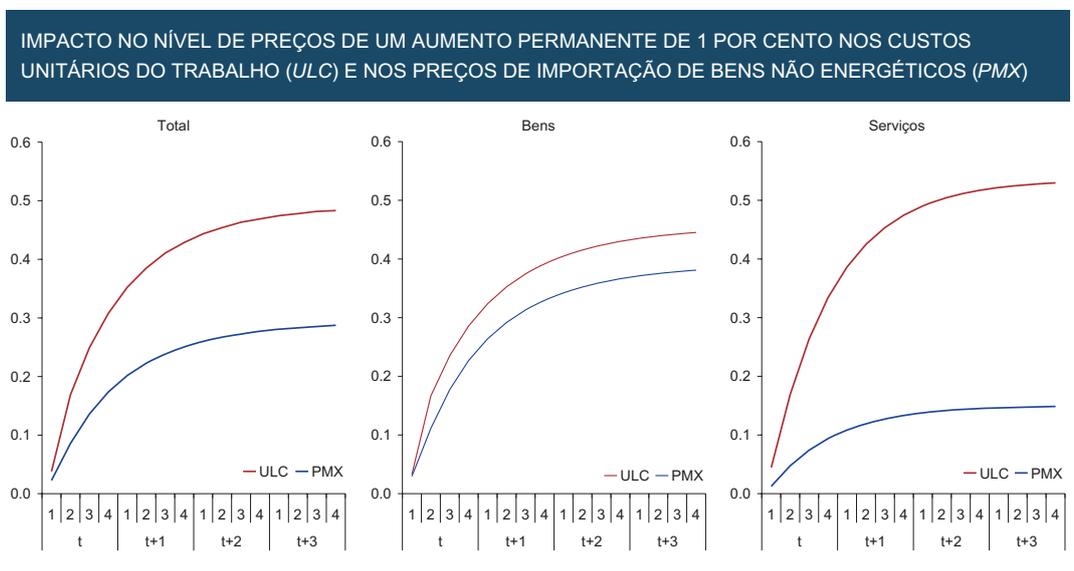
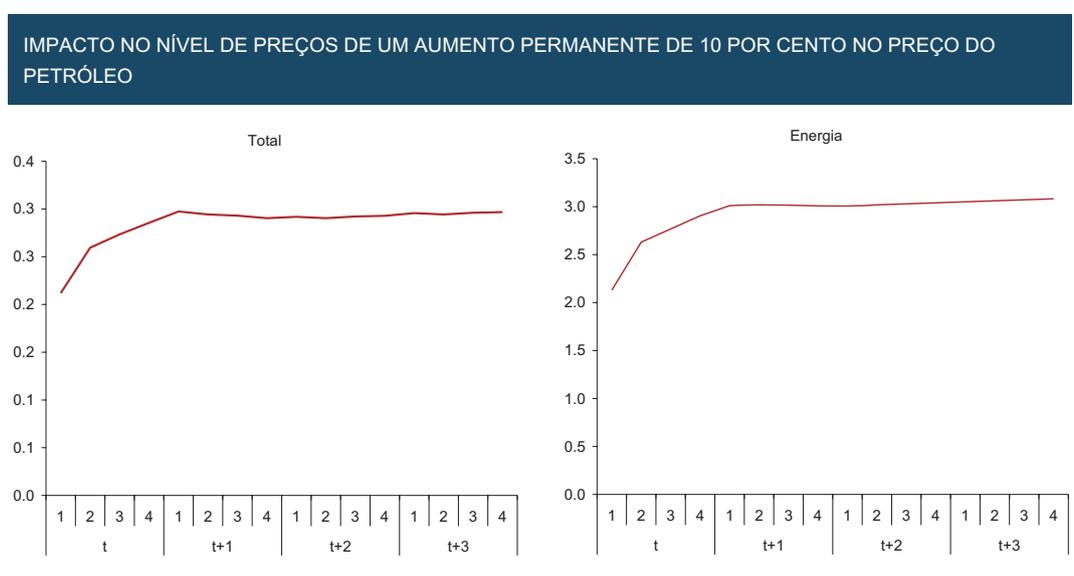


Gráfico 3



sume que o preço da electricidade, que representa cerca de 30% da componente energética, faz parte do cabaz *ADM*, e como tal a sua evolução não depende do preço do petróleo.

No caso das previsões de inflação mensais, o impacto de choques não antecipados é particularmente importante. No decurso de um exercício de projecção de inflação, é comum a divulgação de novos dados mensais dos preços a partir dos quais é possível derivar erros de previsão de inflação, que não são mais do que choques não antecipados. Neste contexto, os choques não antecipados permitem conhecer a reacção do modelo à incorporação de nova informação. Estes choques foram apenas implementados nas componentes não energéticas do *MIMO*.

O Gráfico 4 apresenta o impacto de um choque não antecipado de 1 por cento no nível de preços de todos os bens excluindo energia, num determinado mês; o resultado correspondente para os serviços é apresentado no Gráfico 5. Ambos os gráficos incluem ainda o impacto no IHPC total. Os resultados mostram que um choque temporário se desvanece de forma monótona e gradual ao longo do tempo. No final do segundo ano após o choque, o efeito da inovação é praticamente nulo, seguindo um padrão semelhante para as componentes de bens e de serviços.

Gráfico 4

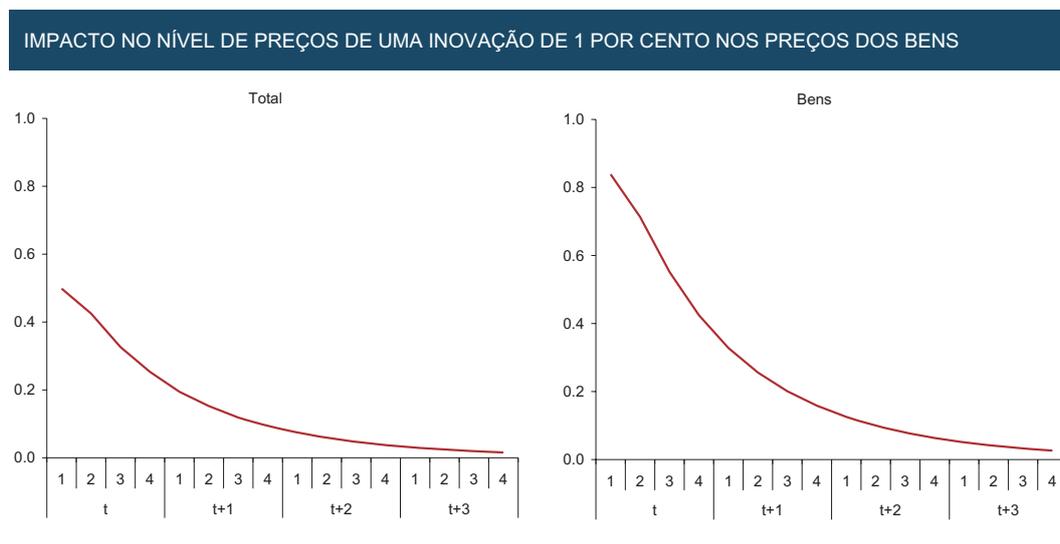
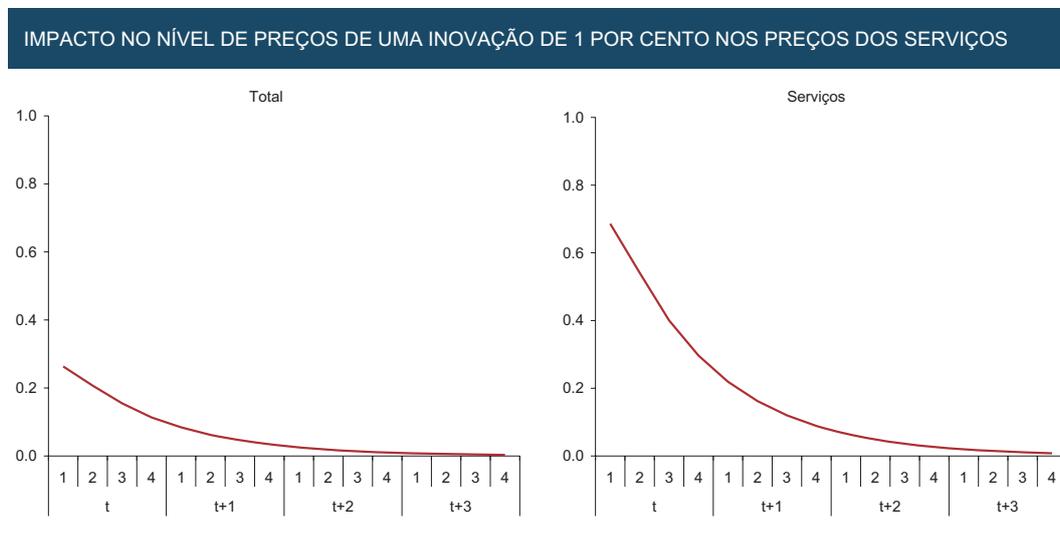


Gráfico 5



6. A ANÁLISE DA INFLAÇÃO UTILIZANDO O MIMO

Um dos objectivos subjacentes à construção do MIMO foi o desenvolvimento de um instrumento que pudesse ser utilizado para a análise da inflação mensal. Podem retirar-se diversas conclusões deste exercício, embora a natureza de equilíbrio parcial do modelo exija algum cuidado. Entre as desvantagens mais relevantes encontra-se a impossibilidade de determinar a importância de um dado choque estrutural. Por exemplo, suponha-se que se pretende analisar o impacto total de um aumento no preço do petróleo. Para além de afectar os preços dos bens energéticos e, por conseguinte, a taxa de inflação total, o aumento do preço do petróleo tende também a criar expectativas de inflação que se podem traduzir em pressões salariais e num aumento dos custos unitários do trabalho. Este efeito de segunda ordem, que com certeza teria repercussões na taxa de inflação, não é captado dada a natureza do modelo. Neste caso, o impacto efectivo de um aumento do preço do petróleo seria subestimado e parte do aumento da inflação decorrente seria identificado, no *MIMO*, como um impacto associado ao aumento dos custos unitários do trabalho.

A presente Secção desagrega a taxa de inflação ao longo do período 1998-2007 nos contributos associados a:

- i. Preços de importação de bens não energéticos (*PMX*);
- ii. Custos unitários do trabalho no sector privado (*ULC*);
- iii. Preços da energia (*NRG*);
- iv. Preços administrados e quasi-administrados excluindo bens energéticos (*ADM* e *QADM*);
- v. Outros factores (inclui alterações nos impostos indirectos, nas margens de lucro e todos os erros de medição) (Outros).

Para calcular o contributo dos preços de importação de bens não energéticos e dos custos unitários do trabalho para a inflação medida pelo IHPC total, utilizam-se as funções de resposta a impulso apresentadas na Secção 5. O contributo da variável explicativa $X \in \{ULC, PMX, NRG, ADM, QADM\}$ para a inflação no período t , C_t^X , pode ser calculado como:

$$C_t^X = \begin{cases} \sum_{j=0}^J \Phi_j^X X_{t-j} & \text{para } X = ULC, PMX \\ \omega^X \cdot X_t & \text{para } X = NRG, ADM \text{ \& } QADM \end{cases}$$

em que X_{t-j} é a variação da variável explicativa no período $t-j$ e Φ_j é o impacto na inflação medida pelo IHPC j períodos após um choque de um por cento nos custos unitários do trabalho ou nos preços de importação de bens não energéticos no período $t-j$. Nos restantes casos, ω^X é apenas o peso da componente X no IHPC total.

Entre Janeiro de 1998 e Junho de 2007, a taxa de inflação da economia portuguesa situou-se, em média, em torno de 2.9 por cento (Gráfico 6). De acordo com os resultados derivados a partir do procedimento de decomposição acima apresentado, a taxa de inflação terá sido em larga medida sustentada pelo crescimento estável dos custos unitários do trabalho. O seu contributo naquele período situou-se em cerca de 1.4 pontos percentuais (p.p.). Refira-se que a evolução dos custos unitários do trabalho durante o período temporal em análise deverá ter sido condicionada por efeitos de segunda ordem, os quais não estão a ser identificados, tal como anteriormente mencionado.

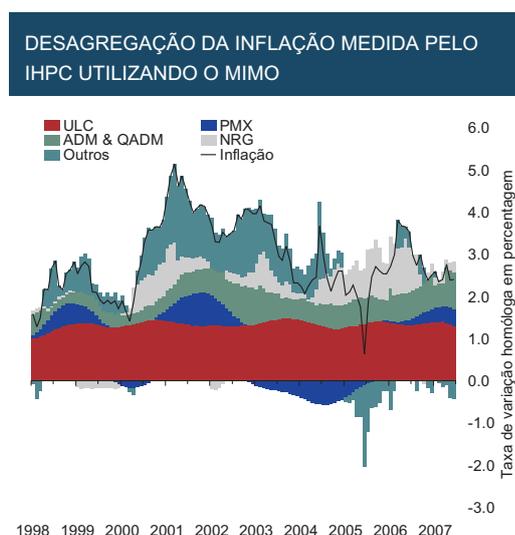
O contributo associado dos preços *ADM* e *QADM* excluindo bens energéticos representa 0.5 p.p., enquanto o contributo da componente energética foi de 0.4 p.p. Os preços de importação de bens não energéticos contribuíram com um valor reduzido, 0.1 p.p. Os restantes 0.5 p.p. reflectem diversos factores, incluindo o impacto da subida da taxa normal do IVA, de 17 para 21 por cento, assim como o eventual alargamento das margens de lucro.

A escolha dos custos unitários do trabalho enquanto indicador de preço dos factores de produção intermédios nacionais permite que a sua evolução possa facilmente ser explicada em termos da evolução das remunerações por empregado e da produtividade. No período 1998-2007, verifica-se que o contributo dos custos unitários do trabalho reflecte um forte crescimento dos salários nominais. Este aumento ultrapassou claramente o crescimento da produtividade do trabalho, criando pressões inflacionistas de origem interna. Além disso, o contributo estável dos preços *ADM* e *QADM*, em particular após 2001, reflecte um conjunto de medidas orçamentais do lado da receita, nomeadamente um aumento considerável dos impostos sobre o tabaco e uma subida da percentagem paga pelos consumidores por alguns serviços prestados ou comparticipados pelo Estado (por exemplo, educação, serviços hospitalares e produtos farmacêuticos, preços dos transportes públicos, fornecimento de água e serviços de saneamento).

O perfil intra-anual da taxa de inflação é determinado sobretudo pela evolução dos preços da energia, dos preços de importação excluindo bens energéticos e pela componente residual. No caso do contributo dos bens energéticos, a sua evolução foi influenciada quer pelos desenvolvimentos no preço do petróleo, que registaram um aumento bastante substancial neste período, quer pelo aumento dos impostos sobre os combustíveis. O impacto acumulado destes efeitos é evidente no Gráfico 6 após 2001, dado que até então os preços dos combustíveis eram administrados e o impacto das variações do preço do petróleo era absorvido pelas margens de lucro das empresas de refinação de petróleo.

No que respeita aos preços de importação de bens não energéticos, estes apresentaram um crescimento médio bastante baixo neste período, uma vez que após o aumento de preços registados até 2002 se seguiu uma descida substancial destes preços entre 2003 e 2006, que deverá ter sido influenciada pelo aumento da concorrência nos mercados internacionais de bens por parte de novos parceiros comerciais com baixos custos unitários de produção, nomeadamente os países da Europa de

Gráfico 6



Fonte: Eurostat, cálculos dos autores.

Leste e do Extremo Oriente, com particular ênfase na China. O período de maior descida destes preços coincidiu com a última fase de implementação do Acordo Multifibras que determinou a abertura das fronteiras da UE às importações de vestuário e têxteis da China.

A componente residual reflecte provavelmente o contributo de alterações no IVA e do alargamento das margens de lucro, para além de eventuais erros de medição. No início deste período, o consumo privado apresentou taxas de crescimento bastante superiores às do PIB, o que poderá indiciar um aumento das pressões inflacionistas do lado da procura, criando condições para um alargamento das margens de lucro. Tal poderá ter contribuído para a evolução da componente residual no período 2000-2003. Em Junho de 2003, a taxa normal do IVA subiu de 17 para 19 por cento, tendo aumentado para 21 por cento em Julho de 2005. Considerando o peso dos itens sujeitos à taxa normal do IVA, o impacto directo desta subida dos impostos no nível do IHPC seria de aproximadamente 0.7 por cento em ambos os casos. Este aumento da taxa normal do IVA pode contribuir para explicar a evolução da componente residual durante o período que coincidiu com o episódio recessivo da economia portuguesa em 2003. Além disso, há que sublinhar o impacto do Campeonato Europeu de Futebol de 2004, que se reflectiu de forma marcada na evolução das margens de lucro em 2004 e 2005 e reduziu a visibilidade do impacto do aumento da taxa normal do IVA em 2005.

7. CONCLUSÕES

Este artigo apresenta o *MIMO*, um modelo mensal de projecção da inflação para a economia portuguesa. Este modelo assenta numa abordagem em que a projecção da taxa de inflação, medida pela variação do IHPC, é obtida a partir da agregação das projecções para as suas principais componentes. O *MIMO* também permite a decomposição da inflação de acordo com o contributo de cada uma das suas principais variáveis explicativas.

No entanto, convém sublinhar que este modelo está sujeito a uma série de limitações. A principal reside no facto de ser um modelo de equilíbrio parcial, no qual os custos unitários do trabalho e os preços de importação são totalmente exógenos, quando, na realidade, é provável que os custos do trabalho reflectam a evolução recente dos preços no consumidor.

Além disso, o *MIMO* tem por base o pressuposto de que não há propagação de choques entre as componentes do IHPC e que os preços administrados ou quasi-administrados não afectam os preços determinados por mecanismos de mercado. Estes pressupostos poderão revelar-se demasiado limitativos, em particular no que diz respeito à ortogonalidade de outras componentes do IHPC relativamente aos preços dos bens energéticos e no que se refere à exogeneidade dos salários em horizontes de projecção mais longos. Estas reservas sugerem que os resultados apresentados neste artigo, em particular a desagregação da taxa de inflação nos contributos de diversas componentes, deverão ser lidos com precaução. Além disso, a utilização do *MIMO* na produção de previsões para a inflação mensal em horizontes mais longos terá sempre que ser complementada por outros instrumentos que poderão ajudar a contornar as características de equilíbrio parcial do modelo.

Face às limitações do *MIMO*, podem ser implementados diversos aperfeiçoamentos e melhorias. Um entendimento mais aprofundado dos mecanismos de propagação dos choques sobre cada componente do IHPC a outras componentes constituiria uma melhoria evidente, permitindo um modelo de projecção mais rico e mais exacto. Tal poderia ser particularmente importante no caso dos preços dos bens energéticos, uma vez que os efeitos indirectos sobre outras componentes não deverão ser negligenciáveis. Além disso, também é possível explorar informação desagregada relativa aos preços das matérias-primas e aos índices de preços no produtor no sector industrial para avaliar se estas séries temporais contêm informação que ainda não esteja reflectida no conjunto de dados em utilização,

conduzindo por conseguinte a previsões mais exactas e a uma melhor compreensão dos canais de transmissão dos choques originados pelos preços de matérias-primas. Finalmente, deverá ser assegurada a reavaliação regular dos padrões sazonais à luz da informação mais recente.

REFERÊNCIAS

- Adolfson, M., Laséen, S., Lindé, J. e Villani, M. (2007), "Evaluating an estimated new keynesian small open economy model", *Working Paper Series 203*, Sveriges Riksbank (Banco Central da Suécia).
- Ball, L. M. (2006), "Has globalization changed inflation", *NBER Working Paper Series 12687*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Banco de Portugal (2006), Edição da Primavera de 2007 do *Boletim Económico*, Banco de Portugal.
- Bandt, O. D., Michaux, E., Bruneau, C. e Flageollet, A. (2007), "Forecasting inflation using economic indicators: the case of France", *Journal of Forecasting* 26(1), 1-22.
- Comissão Europeia (Eurostat) (2001), "Compendium of HICP reference documents (2/2001/B/5)", *Working documents*, 2001 Edition.
- Engel, R. F. e Granger, C. W. J. (1987), "Cointegration and error-correction: Representation, estimation, and testing", *Econometrica* 55(2), 251-276.
- Espasa, A. e Albacete, R. (2007), "Econometric modelling for short-term inflation forecasting in the euro area", *Journal of Forecasting* (26), 303-316.
- Fabiani, S., Loupiaz, C., Martins, F. e Sabbatini, R. (2007), *Pricing decisions in the euro area*, Oxford University Press.
- Moser, G., Rumler, F. e Scharler, J. (2004), "Forecasting austrian inflation", *Working Papers 91*, Oesterreichische Nationalbank (Banco Central da Áustria).
- Smets, F. e Wouters, R. (2003), "An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area", *Journal of the European Economic Association* 1(5), 1123-1175.
- Thomas, J. J. e Wallis, K. (1971), "Seasonal variation in regression analysis", *Journal of the Royal Statistical Society* 134(1), 57-72.
- Tirole, J. (1988), "The theory of industrial organization", *MIT press*, Cambridge.
- Vlaar, P. e den Reijer, A. (2004), "Forecasting inflation: An art as well as a science!", *Computing in Economics and Finance* 2004 148, Society for Computational Economics.



CRONOLOGIA DAS PRINCIPAIS MEDIDAS FINANCEIRAS

Janeiro a Dezembro 2007

Janeiro

- **4 de Janeiro (Aviso nº 1/2007, Banco de Portugal, DR. nº 5, 1ª Série)**

Altera o aviso nº 1/93, de 8-6, prorrogando até 31 de Dezembro de 2007 os regimes transitórios aí previstos relacionados com a aplicação do rácio da solvabilidade.
- **10 de Janeiro (Carta-Circular nº 2/2007/DET)**

Informa, na sequência de reclamações do público relativamente a práticas de recusa na realização de operações de troco de numerário, de que as instituições de crédito devem assegurar a realização de operações de troco e destroco de numerário ao balcão, facilidade que deverá igualmente ser assegurada a não clientes, dentro de montantes razoáveis.
- **17 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 1/2007, distribuída com a Carta-Circular nº 4/2007/DSB, de 17-01)**

Determina que seja utilizado o sistema BPnet para a prestação de informações por entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. Esta Instrução entra em vigor em 31 de Maio de 2007.
- **19 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 2/2007, distribuída com a Carta-Circular nº 9/2007/DSB, de 19-01)**

Determina o envio de elementos informativos sobre a evolução da carteira de crédito.
- **22 de Janeiro (Decreto-Lei nº 18/2007, Ministério da Economia e da Inovação, DR. nº 15, 1ª Série)**

Estabelece a data valor de qualquer movimento de depósitos à ordem e transferências efectuadas em euros, determinando qual o seu efeito no prazo para a disponibilização de fundos ao beneficiário. O presente diploma entra em vigor no dia 15-3-2007. No final do primeiro ano da sua vigência, o Banco de Portugal elabora e divulga um relatório de avaliação do impacto da sua aplicação.

Fevereiro

- **2 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2007, DR nº 28, 1ª Série)**

Altera o Aviso nº 11/2005, de 13-7, que regula as condições gerais de abertura de contas de depósito bancário.
- **6 de Fevereiro (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2007, DR nº.30 1ª Série)**

Uniformiza os procedimentos a adoptar pelas instituições de crédito relativamente ao cumprimento das disposições legais sobre disponibilização e datas-valor das operações efectuadas nas contas de depósitos à ordem, designadamente quanto às entregas para depósito e certificação, a que alude o DL nº 18/2007, de 22-1. O presente aviso entra em vigor em 15-3-2007.
- **8 de Fevereiro (Aviso nº 2/2007, Banco de Portugal, DR. nº 28, 1ª Série)**

Altera o Aviso nº 11/2005, de 21-07, que regula as condições gerais de abertura de contas de depósito bancário. O presente Aviso entra em vigor 90 dias após a sua publicação.
- **12 de Fevereiro (Aviso nº 3/2007, Banco de Portugal, DR nº 30, 1ª Série)**

Esclarece sobre as operações bancárias não previstas no Decreto-Lei nº 18/2007, de 22-01, bem como estabelece o tratamento das entregas para depósito sem certificação imediata dos valores depositados. O presente Aviso entra em vigor em 15 de Março de 2007.

- **20 de Fevereiro (Dec.-Lei nº 39/2007, DR nº.36 1ª Série)**

Procede à terceira alteração à Lei nº 5/98, de 31-1, que aprova a Lei Orgânica do Banco de Portugal. Clarifica diversas questões relativas ao mandato dos membros do conselho de administração do Banco de Portugal, em consonância com a revisão do Estatuto do Gestor Público.
- **7 de Março (Decreto-Lei Ministério da Economia e da Inovação nº 51/2007 de 7 de Março D. R.nº47 1 Série)**

Regula as práticas comerciais das instituições de crédito e assegura a transparência da informação por estas prestada no âmbito da celebração de contratos de crédito para aquisição, construção e realização de obras em habitação própria permanente, secundária ou para arrendamento, bem como para aquisição de terrenos para construção de habitação própria. Determina que a comissão a cobrar pelo reembolso parcial ou total não pode exceder 0,5 % a aplicar sobre o capital a reembolsar, nos contratos celebrados no regime de taxa variável, e 2 % nos contratos celebrados no regime de taxa fixa. Procede igualmente à uniformização dos critérios utilizados na contagem do cálculo de juros, a qual deve ter por referência 365 dias. No final do 1º ano a contar da data de entrada em vigor do presente decreto-lei, o Banco de Portugal elabora e divulga um relatório de avaliação do impacte da aplicação do mesmo. O presente diploma entra em vigor 30 dias após a data da sua publicação.
- **15 de Março (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2007)**

Altera a Instrução nº 26/2005 sobre prevenção da utilização do sistema financeiro para efeitos de branqueamento de capitais e de financiamento do terrorismo (BO 3/2007).
- **3 de Abril (Decreto-Lei nº 103/2007, Ministério das Finanças e da Administração Pública, DR nº 66, Série I)**

Transpõe para o ordenamento jurídico interno a Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito.
- **3 de Abril (Decreto-Lei nº 104/2007, Ministério das Finanças e da Administração Pública, DR nº 66, I Série)**

Procede à nona alteração ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras e transpõe para o ordenamento jurídico interno a Directiva nº 48/2006/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício.
- **18 Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2007 D.R Nº 82 2ª. Série)**

Altera, na sequência da publicação do DL nº 104/2007, de 3-4, que procedeu à transposição para a ordem jurídica interna da Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, o aviso nº 12/92, que estabelece as principais regras sobre a composição dos fundos próprios das instituições de crédito e sociedades financeiras, para efeitos do cálculo dos rácios e limites prudenciais.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 5/2007 D.R. Nº 82. 2 Série)**

Regulamenta, na sequência da publicação dos DL nºs 104/2007 e 103/2007, ambos de 3-4, os quais procederam à transposição para a ordem jurídica interna, respectivamente, da Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, e da Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, o cálculo de requisitos de fundos próprios das instituições

Março

Abril

de crédito e empresas de investimento para cobertura de risco de crédito.

- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 6/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, na sequência da publicação dos DL nºs 104/2007 e 103/2007, ambos de 3-4, os quais procederam à transposição para a ordem jurídica interna, respectivamente, da Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, e da Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, os limites à concentração de riscos das instituições de crédito e sociedades financeiras, com sede em Portugal, referidas nas alíneas a) a g) e j) do nº 1 do artº 6 do regime geral aprovado pelo DL nº 298/92, de 31-12 e das sucursais em Portugal de instituições de crédito com sede em países que não sejam membros da União Europeia.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 7/2007 D.R. Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, na sequência da publicação do DL nº 104/2007, de 3-4, que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, as metodologias para cálculo dos requisitos de fundos próprios das instituições de crédito e das empresas de investimento para cobertura de riscos de crédito em operações de titularização.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 8/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, nos termos das alíneas a) e b) do nº 1 do artº 8 do DL nº 103/2007, de 3-4, que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, os procedimentos para o cálculo dos requisitos de fundos próprios para cobertura dos riscos de mercado.
- **18 Abril 2007 (Aviso do Banco de Portugal nº 9/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece, nos termos da alínea d) do nº 1 do artº 7 do DL nº 104/2007, de 3-4, que transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, os procedimentos para o cálculo dos requisitos de fundos próprios para cobertura de risco operacional.
- **18 Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 10/2007 D.R Nº 82, 2ª Série)**

Estabelece um quadro de referência para a divulgação de informação pelas instituições de crédito e empresas de investimento sobre riscos e respectivos métodos de avaliação, na sequência da transposição das Directivas nºs 2006/48/CE e 2006/49/CE, ambas do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6.
- **27 de Abril (Decisão da Comissão de (2007/327/CE) JOUE Nº 122-Série L)**

Decisão da Comissão relativa ao apuramento das contas dos organismos pagadores dos Estados-Membros referentes às despesas financiadas pelo Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola (FEOGA), Secção "Garantia", no que respeita ao exercício financeiro de 2006 (notificada com o número C(2007) 1901).
- **30 Abril (Portaria nº 499/2007 Presidência do Conselho de Ministros; Ministério das Finanças e da Administração Pública; Ministério da Justiça) D.R. Nº 83, 1ª Série**

Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 1 do artº 4, no nº 2 do artº 6 e nos nºs 1 e 2 do artº 9 do DL nº 8/2007, de 17-1, as normas relativas ao envio da informação empresarial simplificada (IES) por transmissão electrónica de dados. Paralelamente, regulamenta a forma pela qual o Ministério das Finanças e da Administração Pública disponibiliza a informação que deva ser enviada ao Ministério da Justiça, ao Instituto Nacional de Estatística, e ao Banco de Portugal.

- **30 Abril (Instrução do Banco de Portugal nº9/2007, BNPB nº5/2007)** Permite a utilização de avaliações de crédito de ECAI (Agências de Notação Externa) para o cálculo do montante das posições ponderadas pelo risco e no caso de posições de titularização.
- **30 Abril (Instrução do Banco de Portugal nº10/2007, BNPB nº5/2007)** Indica, para efeitos do cálculo dos montantes das posições ponderadas pelo risco de crédito, quais as Agências de Notação Externa (ECAI) reconhecidas, bem como a que graus de qualidade de crédito estão associadas as notações das mesmas (mapeamento).
- **30 Abril (Instrução do Banco de Portugal nº11/2007, BNPB nº5/2007)** Indica que elementos deverão as instituições remeter ao Banco de Portugal para instruir o processo de candidatura para Utilização do Método das Notações Internas (Risco de Crédito) e dos Métodos Standard e de Medição Avançada (Risco Operacional).
- **30 Abril (Instrução do Banco de Portugal nº12/2007, BNPB nº5/2007)** Estabelece os procedimentos a adoptar (metodologias) no que toca ao processo de validação interna de Sistemas de Notação
- **30 Abril (Instrução do Banco de Portugal nº13/2007, BNPB nº5/2007)** Regulamenta o envolvimento e o apoio implícito em operações de titularização. Revoga a Instrução nº 1/2005, publicada no BO nº 3, de 15.03.2005, que, contudo, permanecerá em vigor até 31.12.2007, relativamente às instituições que se prevaleçam da faculdade concedida pelo nº 1 do artº 33 do DL nº 104/2007, de 3 de Abril.
- **30 Abril (Instrução do Banco de Portugal nº14/2007, BNPB nº5/2007)** Estabelece os índices, os pares de divisas correlacionadas e reconhece quais as empresas de investimento, Bolsas e Câmaras de Compensação para efeitos de adequação de fundos próprios. Revoga a Instrução nº 23/97, publicada no BNPB nº 4, de 15.04.97, que, contudo, permanecerá em vigor até 31.12.2007, relativamente às instituições que se prevaleçam da faculdade concedida pelo nº 1 do artº 23 do DL nº 103/2007, de 3 de Abril, ou pelo nº 1 do artº 33 do DL nº 104/2007, de 3 de Abril.
- **30 Abril (Instrução do Banco de Portugal nº15/2007, BNPB nº5/2007)** Estabelece que as instituições devem dispor de um processo de auto-avaliação da adequação do capital interno com vista a garantir que os riscos são avaliados e que o capital interno é adequado ao perfil de risco. Esta Instrução entrará em vigor em 1.1.2008 relativamente às instituições que se prevaleçam das faculdades referidas no n.º 5 do artigo 17.º, no n.º 4 do artigo 26.º ou no n.º 1 do artigo 33.º, todos do Decreto-Lei n.º 104/2007, de 3 de Abril.
- **30 Abril (Instrução do Banco de Portugal nº17/2007, BNPB nº5/2007)** Define concentração de risco e estabelece as formas de acompanhamento do mesmo por parte das instituições.
- **30 Abril (Instrução do Banco de Portugal nº18/2007, BNPB nº5/2007)** Define o enquadramento legal para a realização de testes de esforço e para a adopção de medidas correctivas. Esta Instrução entrará em vigor em 1.1.2008, relativamente às instituições abrangidas pelas derrogações previstas nos artigos 33.º e 34.º do DL nº 104/2007, de 3 de Abril e no artº 23.º do DL nº 103/2007, de 3 de Abril.

Maio

- **8 de Maio Decreto-Lei n.º 171/2007**
Ministério da Economia e da Inovação D.R. N.º 88- 1.ª. Série

Estabelece as regras a que deve obedecer o arredondamento da taxa de juro quando aplicado aos contratos de crédito e de financiamento celebrados por instituições de crédito e sociedades financeiras que não se encontrem abrangidos pelo disposto no DL n.º 240/2006, de 22-12. O presente diploma aplica-se aos contratos de crédito e de financiamento que venham a ser celebrados após a sua entrada em vigor, bem como aos contratos em execução, qualquer que seja o valor da quantia mutuada e o fim a que o crédito se destina. Aos contratos que se encontrem em execução aplica-se a partir da refixação da taxa de juro, para efeitos de arredondamento, que deve ocorrer logo após o início da sua vigência. O presente decreto-lei entra em vigor 30 dias após a data da sua publicação.
- **9 de Maio (Decreto-Lei n.º 180/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública, D.R. 89-1.ª.Série)

Altera o Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de Janeiro, que regula a constituição e o funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões
- **10 de Maio (Decreto-Lei n.º 184/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. N.º 90-1ª Série)

Regula a actividade de recirculação de moeda metálica de euros desenvolvida por todas as entidades que operem profissionalmente com numerário, acolhendo na ordem jurídica interna a Recomendação da Comissão Europeia de 27 de Maio de 2005, relativa à autenticação das moedas em euros e do tratamento das moedas em euros impróprias para circulação. O presente diploma aplica-se às instituições de crédito e demais entidades que operem profissionalmente com numerário, designadamente as empresas de transporte de valores. Estas entidades devem fornecer ao Banco de Portugal, com a periodicidade por este estabelecida, informação relativa à respectiva actividade de recirculação.
- **11 de Maio (Decreto-Lei n.º 188/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. N.º 91 - 1 Série)

Procede à uniformização das normas relativas à publicação de elementos contabilísticos de entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal.
- **14 de Maio (Decreto-Lei n.º 191/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. N.º 92 -1ª Série)

Autoriza a cunhagem e a comercialização pela Imprensa Nacional - Casa da Moeda, S.A., de duas moedas em prata alusivas ao Ano Europeu da Igualdade de Oportunidades para Todos e ao Centenário do Escutismo Mundial, com o valor facial de 5 euros, e fixa em 537.500 euros e 800.000 euros os respectivos limites de emissão.
- **15 Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º19/2007, BNP 5/2007)**

Define as regras e condições de depósito e troca de notas danificadas por dispositivos anti-roubo a observar pelas IC's e pelos particulares.
- **15 Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º20/2007, BNP 6/2007)**

Define os locais, horários, regras e condições através dos quais podem ser efectuados depósitos e levantamentos de notas de euro no Banco de Portugal.
- **15 de Maio (Decreto-Lei n.º 195/2007**
Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. N.º 93 - 1ª Série)

Regula a actividade de recirculação das notas de euro, desenvolvida por todas as entidades que operem profissionalmente com numerário, de acordo com o estabelecido no Regulamento (CE) n.º 1338/2001, do Conselho, de 28-7, que define medidas necessárias à protecção do euro contra a falsificação, e de tratamento das no-

- tas impróprias para circulação. O presente diploma aplica-se às instituições de crédito e às demais entidades que operem profissionalmente com numerário, designadamente as empresas de transporte de valores, estando esta actividade dependente de celebração de contrato com o Banco de Portugal.
- **17 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 11/2007 D.R.-Nº 99 - 2ª Série)**

Altera o Aviso nº 6/2003 que define os termos da publicação das contas das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. O presente aviso entra em vigor na data da sua publicação, sendo aplicável à publicação das contas anuais relativas ao exercício de 2006.
 - **18 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 12/2007 de D.R. Nº 101-2ª Série)**

Determina que as instituições de crédito devem permitir aos ordenantes das transferências a crédito efectuadas através de terminais automáticos a visualização do nome do beneficiário associado ao NIB ou ao número de conta em momento anterior à confirmação daquelas operações. O presente aviso entra em vigor 120 dias após a sua publicação.
 - **21 Maio (Carta-Circular nº 19/2007/DPG)**

Solicita às instituições de crédito o reporte ao Banco de Portugal da informação relativa ao impacto da aplicação do DL nº 18/2007, de 22-1, que regulamenta a matéria relativa à data-valor dos depósitos à ordem e transferências efectuados em território nacional e o correspondente prazo de disponibilização de fundos ao beneficiário.
 - **23 Maio (Carta-Circular nº 41/07/DSBDR)**

Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente à interpretação do artº 8 do DL nº 51/2007, de 7-3, no que respeita às despesas ou comissões cobradas pelas instituições para efeitos de reembolso antecipado do crédito à habitação ou da transferência deste para outra instituição.
 - **28 Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 13/2007 D.R. Nº 107-2 Série)**

Introduz alterações no Aviso nº 3/2006, por forma a tornar o sistema de controlo interno mais efectivo e eficiente.
- ## Junho
- **1 Junho (Regulamento (CE) nº 610/2007, JOUE, Nº 141 Série L)**

Insere, no anexo do Regulamento (CE) nº 1725/2003 a interpretação IFRIC 10 "Relato Financeiro Intercalar e Imparidade" do International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC), constante do anexo do presente regulamento. As empresas devem aplicar a IFRIC 10, como estatuída neste anexo, o mais tardar a partir da data de início do seu exercício financeiro de 2007, salvo se o seu exercício tiver início em Novembro ou Dezembro, caso em que devem aplicar a IFRIC 10, o mais tardar, a partir da data de início do seu exercício financeiro de 2006. O presente regulamento entra em vigor no terceiro dia seguinte ao da sua publicação no JOUE.
 - **1 Junho (Regulamento (CE) nº 611/2007, JOUE-Nº 141 Série L)**

Insere, no anexo do Regulamento (CE) nº 1725/2003 a interpretação IFRIC 11 "Relato Financeiro Intercalar e Imparidade" do International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC), constante do anexo do presente regulamento. As empresas devem aplicar a IFRIC 11, como estatuída neste anexo, o mais tardar a partir da data de início do seu exercício financeiro de 2008, salvo se o seu exercício tiver início em Janeiro ou Fevereiro, caso em que devem aplicar a IFRIC 11, o mais tardar, a partir da data de ini-

cio do exercício financeiro de 2009. O presente regulamento entra em vigor no terceiro dia seguinte ao da sua publicação no JOUE.

- **5 Junho (Relatório e Contas de 2006 D.R. Nº 108 2ª Série)** Publica o relatório e contas da gerência de 2006 do Banco de Portugal.
- **6 Junho (Carta-Circular nº 18/2007/DET)** Divulga o conjunto dos procedimentos a observar para a celebração de contrato com o Banco de Portugal, decorrente do novo enquadramento legal da actividade de recirculação de notas de euro constante do DL nº 195/2007, de 15-5. Define o modelo do contrato, prevê planos de migração adaptáveis ao período de transição relativamente alargado previsto no referido diploma, e manifesta a total disponibilidade por parte do Banco de Portugal para a colaboração, formação e esclarecimento de quaisquer questões.
- **28 de Junho (Carta-Circular nº 23/2007/DET)** Divulga as propostas de formação na área do conhecimento da nota de euro e das suas contrafacções, que têm vindo a ser promovidas pelo Banco de Portugal junto das entidades que procedem à recirculação de notas de euro, nos termos do DL nº 195/2007, de 15-5. Remete, em anexo, um questionário de aferição de requisitos tecnológicos e funcionais necessários ao desenvolvimento de conteúdos específicos de formação (formato *e-learning*).

Julho

- **8 Julho (Lei nº 25/2007 de 18 de Julho D.R. nº 137 1ª Série)** Autoriza o Governo a adaptar o regime geral das contra-ordenações no âmbito da transposição das Directivas nºs 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21-4, 2006/73/CE, da Comissão, de 10-8, 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15-12, e 2007/14/CE, da Comissão, de 8-3, e a estabelecer limites ao exercício das actividades de consultoria para o investimento em instrumentos financeiros e de comercialização de bens ou serviços afectos ao investimento em bens corpóreos, bem como a adaptar o regime geral das contra-ordenações às especificidades desta última actividade. As autorizações legislativas concedidas pela presente lei têm a duração de 180 dias
- **16 de Julho (Instrução do Banco de Portugal nº 21/2007, BNPB 7/2007)** Revoga a Instrução nº 29/96, publicada no BNPB nº 1, de 17-06-96, relativa a juros compensatórios.
- **16 de Julho (Carta-Circular nº 41/2007/DSB)** Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente à interpretação do art.º 8.º do DL nº 51/2007, de 7 de Março, no sentido de que não são permitidas cobranças de despesas ou comissões aquando do reembolso antecipado do crédito à habitação ou da transferência para outra instituição, com excepção dos custos suportados perante terceiros, mediante justificação documental.

Agosto

- **1 Agosto (Carta-Circular nº 63/07/DSBDR)** Transmite o entendimento do Banco de Portugal acerca da substituição de créditos em operações de titularização, face à recente publicação de legislação e à evolução das condições de mercado. Substitui a Carta-Circular nº 75/2003/DSB, de 18-8.

- **2 de Agosto (Carta-Circular nº 65/2007/DSBDR, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)**

Informa de que, para efeitos de verificação do cumprimento das obrigações de publicidade das contas anuais, as sucursais de instituições de crédito ou de outras instituições financeiras com sede noutro Estado membro da União Europeia deverão apenas comunicar ao Departamento de Supervisão Bancária que o registo do acto de prestação de contas da instituição a que pertencem foi publicitado no referido sítio da Internet, enviando informação sobre a data do pedido desse registo e uma impressão da página da Internet onde o registo se encontra publicitado.
- **16 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal nº 23/2007, BNPB 8/2007)**

Determina quais as informações de natureza prudencial, quer em base individual, quer em base consolidada, a que as instituições de crédito e determinadas sociedades financeiras estão sujeitas. Revoga a Instrução nº 25/97, publicada no BNPB nº 5, de 15-05-97. Observações Instrução distribuída com a Carta-Circular nº 62/2007/DSB, de 30.07.2007.
- **15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 24/2007, BNPB 10/2007, data de entrada em vigor 01-01-2008)**

Fixa em 0,03% a taxa contributiva de base para determinação da taxa de cada instituição participante para o Fundo de Garantia de Depósitos no ano 2008.
- **15 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 25/2007, BNPB 10/2007, data de entrada em vigor 01-01-2008)**

Fixa em 10% o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições anuais do ano 2008.
- **22 de Outubro (Carta-Circular nº 37/2007/DET, Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)**

Estabelece as condições de troca de notas de libras cipriotas e de liras maltesas por notas e moedas de euro, tendo em conta as atribuições dos bancos centrais nacionais do Eurosistema no âmbito da Orientação do Banco Central Europeu (BCE/2006/10), de 24-7, relativa à troca de notas de banco após a fixação irrevogável das taxas de conversão relacionadas com a introdução do euro, com referência à introdução do euro em Chipre e Malta à data de 1 de Janeiro de 2008.
- **30 de Outubro (Aviso do Banco de Portugal nº 14/2007, D.R. nº 213, 2ª Série)**

Altera o Aviso nº 5/2007, de 27-4, que regulamenta, na sequência da publicação dos DL nºs 104/2007 e 103/2007, ambos de 3-4, o cálculo de requisitos de fundos próprios das instituições de crédito e empresas de investimento para cobertura de risco de crédito. Adita duas alíneas à lista dos bancos multilaterais de desenvolvimento, aos quais é aplicável uma ponderação de 0%. O presente aviso entra em vigor na data da sua publicação.
- **31 de Outubro (Carta-Circular nº 93/07/DSB, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)**

Reitera e complementa o entendimento do Banco de Portugal acerca da aplicação do artº 8 do DL nº 51/2007, de 7-3, transmitido através da Carta-Circular nº 41/07/DSBDR, de 23-5 (débito de encargos adicionais).

Outubro

Novembro

- **1 de Novembro (Decreto-Lei nº 357-A/2007 de 31 de Outubro, Ministério das Finanças e da Administração Pública, D.R. nº 210, 1ª Série)**

Altera, no uso da autorização legislativa concedida pela Lei nº 25/2007, de 18-7, o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o Código dos Valores Mobiliários, o Código das Sociedades Comerciais, o regime jurídico das sociedades corretoras e financeiras de corretagem, o regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário, o regime jurídico dos organismos de investimento colectivo, o DL nº 176/95, de 26-7, o DL nº 94-B/98, de 17-4, e o DL nº 12/2006, de 20-1, transpondo para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21-4, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF), e as respectivas normas de execução constantes da Directiva nº 2006/73/CE, da Comissão, de 10-8, que regula os requisitos em matéria de organização e as condições de exercício da actividade das empresas de investimento, bem como a Directiva nº 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15-12, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado (Directiva da Transparência), e as respectivas normas de execução constantes da Directiva nº 2007/14/CE, da Comissão, de 8-3. Salvaguardadas as excepções nele previstas o presente diploma entra em vigor em 1-11-2007.
- **1 de Novembro (Decreto-Lei nº 357-B/2007, de 31 de Outubro, Ministério das Finanças e da Administração Pública, D.R. nº 210, 1ª Série)**

Estabelece, no uso da autorização legislativa concedida pela Lei nº 25/2007, de 18-7, o regime jurídico aplicável às sociedades que têm por objecto exclusivo a prestação do serviço de consultoria para investimento em instrumentos financeiros e a recepção e transmissão de ordens por conta de outrem relativas àqueles, transpondo parcialmente para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21-4, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF). O presente diploma entra em vigor em 1-11-2007.
- **1 de Novembro (Decreto-Lei nº 357-C/2007, de 31 de Outubro, Ministério das Finanças e da Administração Pública, D.R. nº 210, 1ª Série)**

Estabelece, no uso da autorização legislativa concedida pela Lei nº 25/2007, de 18-7, o regime jurídico das sociedades gestoras de mercado regulamentado, das sociedades gestoras de sistemas de negociação multilateral, das sociedades gestoras de câmara de compensação ou que actuem como contraparte central das sociedades gestoras de sistema de liquidação e das sociedades gestoras de sistema centralizado de valores mobiliários, transpondo parcialmente para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21-4, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF). O presente diploma entra em vigor em 1-11-2007.
- **5 de Novembro (Regulamento nº 2/2007, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, D.R. nº 237, 2ª Série, de 10/12/2007)**

Estabelece, ao abrigo do disposto no nº 8 do artº 253, no nº 8 do artº 315, no nº 1 do artº 318, no artº 319, e no nº 1 do artº 369, todos do Código dos Valores Mobiliários, o regime jurídico aplicável ao exercício de actividades de intermediação financeira. O presente regulamento entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.

- **5 de Novembro (Regulamento nº 4/2007, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, D.R. nº 238, 2ª Série, de 14/12/2007)**

Aprova, ao abrigo do disposto no nº 3 do artº 10, no nº 3 do artº 26, no nº 5 do artº 32, no nº 4 do artº 40 e do artº 44, todos do DL nº 357-C/2007, de 31-10, e no nº 1 do artº 369 do Código dos Valores Mobiliários, o regime legal aplicável às entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral, de sistemas centralizados de valores mobiliários, de câmaras de compensação, de contraparte central e de sistemas de liquidação de valores mobiliários, relativamente ao registo, ao dever de observância de regras prudenciais, ao sistema de controlo interno e ao dever de informação à CMVM e ao público. O presente regulamento entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- **7 de Novembro (Carta-Circular nº 95/07/DSBDR, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)**

Solicita às instituições de crédito e empresas de investimento que desenvolvam, em regime de auto-avaliação, a descrição e análise financeira e a decomposição da instituição por áreas funcionais, incluindo a identificação dos riscos e controlos associados a estas áreas, seguindo o estabelecido no Modelo de Avaliação de Riscos - MAR, oportunamente submetido a consulta através da Carta-Circular nº 61/2007. Os elementos daí resultantes deverão ser remetidos ao Banco de Portugal até ao dia 14-12-2007.
- **8 de Novembro (Decreto-Lei nº 375/2007, de 8 de Novembro, Ministério das Finanças e da Administração Pública, D.R. nº 215, 1ª Série)**

Regula o exercício da actividade de investimento em capital de risco através de sociedades de capital de risco, de fundos de capital de risco ou de investidores em capital de risco. Revoga o Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro.
- **15 de Novembro (Instrução do Banco de Portugal nº 26/2007, BNP 11/2007, data de entrada em vigor 19/11/2007)**

Altera o anexo II da instrução nº. 115/96, publicada no BNP n.º. 2, de 15/07/1996 (Regulamento SPGT)
- **30 de Novembro Carta-Circular nº 105/2007/DSBDR, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)**

Comunica, em cumprimento do disposto no Aviso nº 1/95, qual o endereço electrónico para onde deverá ser enviado o reporte regular de informação ao Banco de Portugal, cujos mapas deverão passar a ser remetidos em formato Excel.
- **12 de Dezembro (Carta-Circular nº 12/2007/DMR, Banco de Portugal, Departamento de Mercados e Gestão de Reservas)**

Informa sobre as condições em que as instituições de crédito residentes em Portugal podem participar na realização de operações de cedência de liquidez denominadas em USD garantidas por activos elegíveis denominados em euros, na sequência de acordo celebrado entre o Banco Central Europeu e o Banco de Reserva Federal de Nova Iorque.
- **14 Dezembro (Instrução do Banco de Portugal nº 31/2007, BNP 1/2008, data de entrada em vigor 27/12/2007)**

Altera a Instrução nº 51/98, publicada no Boletim nº 1/99, de 15.01.99, que regulamentou o Mercado Monetário Interbancário (M.M.I.).
- **14 Dezembro (Instrução do Banco de Portugal nº 32/2007, BNP 1/2008, data de entrada em vigor 27/12/2007)**

Altera a Instrução nº 47/98, publicada no Boletim nº 1/99, de 15.01.99, que caracterizou e regulamentou o Sistema de Transferências Electrónicas de Mercado (Siteme).

Dezembro

- **17 de Dezembro (Instrução do Banco de Portugal nº 27/2007, BNPB 12/2007, data de entrada em vigor 12/11/2007)** Regulamenta o DL nº. 145/2006, de 31 de Julho, no que respeita à necessidade de avaliar a adequação dos fundos próprios ao nível do conglomerado.
- **17 de Dezembro (Instrução do Banco de Portugal nº 28/2007, BNPB 12/2007, data de entrada em vigor 12/11/2007)** Regulamenta o DL nº. 145/2006, de 31 de Julho, no que respeita à concentração de riscos, às operações intergrupo, aos processos de gestão de riscos e aos mecanismos de controlo interno ao nível do conglomerado.
- **17 de Dezembro (Instrução do Banco de Portugal nº 29/2007, BNPB 12/2007, data de entrada em vigor 19/11/2007)** Altera a instrução nº. 1/99, publicada no BNPB nº. 1, de 15/01/99, que regulamentou o Mercado de Operações de Intervenção (M.O.I.).
- **17 de Dezembro (Instrução do Banco de Portugal nº 30/2007, BNPB 12/2007, data de entrada em vigor 17/12/2007)** Define os termos e as condições em que a informação relativa à actividade de recirculação de notas de euro deverá ser reportada ao Banco de Portugal.