



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Boletim Económico | *Inverno 2009*

Volume 15, Número 4

Disponível em
www.bportugal.pt
Publicações

BANCO DE PORTUGAL

Edição

Departamento de Estudos Económicos
Av. Almirante Reis, 71-6.º
1150-012 Lisboa

www.bportugal.pt

Distribuição

Departamento de Serviços de Apoio
Área de Documentação, Edições e Museu
Serviço de Edições e Publicações
Av. Almirante Reis, 71-2.º
1150-012 Lisboa

Impressão

DPI Cromotipo – Oficina de Artes Gráficas, Lda.

Lisboa, 2009

Tiragem

350

ISSN 0872-9794

Depósito Legal n.º 241772/06



ÍNDICE

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

Perspectivas para a Economia Portuguesa: 2009-2011	9
--	---

Artigos

As Expectativas da Política Monetária e os Ciclos de Expansão-Queda no Mercado Habitacional	43
A Reacção dos Preços a Choques: Evidência com Base em Dados Microeconómicos	57
Os Efeitos Redistributivos do IVA em Portugal	79
Análise de Revisões: O Caso das Exportações e Importações Portuguesas	95

Cronologia das Principais Medidas Financeiras

Janeiro a Dezembro 2009	I
-------------------------------	---



TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA

Perspectivas para a Economia Portuguesa: 2009-2011

PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2009-2011¹

1. INTRODUÇÃO

As perspectivas para a economia portuguesa, ao longo do horizonte de projecção, são marcadas por uma recuperação gradual e moderada da actividade à escala global, após o quadro recessivo sem precedentes históricos recentes que se acentuou no final de 2008. Neste contexto, a adopção atempada de medidas de estímulo monetário, orçamental e de apoio ao sistema financeiro – em alguns casos de forma coordenada – terá sido decisiva para a redução da volatilidade e dos níveis de aversão ao risco dos agentes económicos, contribuindo para limitar a contracção da actividade económica, evitar uma espiral de efeitos sistémicos potencialmente nefastos para a economia mundial e criar as condições para que uma recuperação gradual se iniciasse no segundo semestre de 2009. Para 2010 e 2011 persiste uma elevada incerteza e riscos globalmente descendentes para a actividade económica mundial. Estes riscos decorrem tanto do possível impacto sobre a procura da inevitável reversão das medidas de estímulo implementadas pelas autoridades, como dos possíveis efeitos da crise financeira sobre o nível de equilíbrio da actividade económica e sobre a própria dinâmica de crescimento do produto potencial das economias.

Quadro 1.1

PROJECCÕES DO BANCO DE PORTUGAL 2009-2011								
Taxa de variação, em percentagem								
	Pesos 2008	BE Inverno 2009			BE Outono 2009		BE Verão 2009	
		2009 ^(p)	2010 ^(p)	2011 ^(p)	2009 ^(p)	2009 ^(p)	2010 ^(p)	
Produto Interno Bruto	100.0	-2.7	0.7	1.4	-2.7	-3.5	-0.6	
Consumo Privado	66.5	-0.9	1.0	1.6	-0.9	-1.8	-0.6	
Consumo Público	20.7	2.0	0.7	1.1	2.1	1.0	0.7	
Formação Bruta de Capital Fixo	21.7	-11.7	-3.4	0.9	-13.1	-14.3	-3.8	
Procura Interna	109.6	-2.9	0.3	1.4	-3.0	-4.5	-0.7	
Exportações	33.0	-12.5	1.7	3.2	-13.1	-17.7	-0.9	
Importações	42.5	-10.8	0.3	2.7	-11.7	-17.1	-1.2	
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)								
Exportações Líquidas		0.5	0.4	-0.1	0.6	1.4	0.2	
Procura interna		-3.2	0.3	1.5	-3.3	-4.9	-0.7	
da qual: Variação de Existências		-0.5	0.1	0.0	-0.3	-0.8	0.2	
Balança Corrente e de Capital (% PIB)		-8.2	-9.8	-11.3	-8.6	-8.3	-9.6	
Balança de Bens e Serviços (% PIB)		-6.5	-6.8	-7.0	-6.7	-6.5	-6.6	
IHPC		-0.9	0.7	1.6	-0.9	-0.5	1.3	

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (p) - projectado. Para cada agregado apresenta-se a projecção correspondente ao 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 desta projecção pode ser diferente da probabilidade de se observar um valor acima.

(1) Este artigo foi redigido com a informação disponível até meados de Dezembro. As hipóteses de enquadramento internacional datam de 11 de Dezembro de 2009.

Uma pequena economia aberta plenamente integrada em termos económicos e financeiros, como é o caso de Portugal, não poderia deixar de ser fortemente afectada por estes desenvolvimentos, pelo que as perspectivas para o crescimento económico no período 2009-2011 devem ser interpretadas à luz deste enquadramento internacional. Adicionalmente, a economia portuguesa tem evidenciado um conjunto de fragilidades de natureza estrutural, as quais têm limitado o seu crescimento potencial ao longo da última década, num contexto de aumento da concorrência nos mercados internacionais e integração crescente das economias de mercado emergentes com um padrão de exportações semelhante ao da economia portuguesa. Estas fragilidades reflectem-se, por um lado, num crescimento limitado da produtividade total dos factores, a que não será alheio o baixo nível de qualificação da população activa. Por outro, deverá verificar-se um baixo contributo do factor trabalho para o crescimento, decorrente do aumento do desemprego estrutural, o qual tenderá a persistir num contexto de fraco dinamismo da procura e de baixa mobilidade no mercado de trabalho, também condicionada pelo nível de capital humano. Estas fragilidades, em conjunto com os desafios colocados pelo novo enquadramento financeiro internacional decorrente da crise financeira, tenderão a limitar o crescimento da actividade económica no médio prazo. Neste contexto, perspectiva-se um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 0.7 por cento em 2010 e de 1.4 por cento em 2011, depois de uma contracção de 2.7 por cento em 2009.

A actual projecção para o crescimento da actividade em 2010 e 2011 tem subjacente, no que à oferta diz respeito, um aumento da produtividade total dos factores, após a queda ocorrida em 2009. Esta evolução reflecte o habitual contributo de factores de natureza cíclica em fases de recuperação económica, nomeadamente uma reversão na taxa de utilização da capacidade produtiva instalada, assim como uma utilização mais intensiva do factor trabalho. Do lado da procura, a contracção da actividade económica em 2009 reflectiu, para além da manutenção de um comportamento marcadamente negativo do investimento e das exportações, uma contracção significativa do consumo privado, em particular da componente de bens duradouros. Esta evolução da procura traduziu, por um lado, o aumento significativo do grau de restritividade das condições de financiamento, que se materializou tanto num aperto dos critérios utilizados pelos bancos na aprovação de novo crédito, como num aumento dos prémios de risco, num contexto de aumento do incumprimento em alguns segmentos de crédito mais expostos às condições cíclicas, não obstante a descida das taxas de juro no mercado monetário. Por outro lado, traduziu a elevada tensão nos mercados financeiros, que terá contribuído, em larga medida, para o colapso do comércio internacional assim como para uma deterioração abrupta da confiança dos agentes económicos. O crescimento da actividade económica projectado para 2010 e a aceleração que se antecipa para 2011 reflectem uma recuperação da generalidade das componentes da procura privada, num contexto em que a procura externa dirigida às empresas portuguesas deverá ter retomado uma trajectória de crescimento a partir da segunda metade de 2009. No que respeita à procura interna, a sua evolução em 2010 e 2011 deverá continuar a ser condicionada pela deterioração das condições no mercado de trabalho, pela persistência de fragilidades de natureza estrutural, assim como pela incerteza associada ao reinício do processo de consolidação orçamental.

No que se refere à inflação, o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) deverá ter descido 0.9 por cento em 2009, após um aumento de 2.7 por cento em 2008. A taxa de inflação voltará a registar valores positivos em 2010 (0.7 por cento), aumentando para 1.6 por cento em 2011. A redução dos preços no consumidor projectada para o ano de 2009 deverá, assim, ser de natureza temporária, o que é corroborado pelos indicadores de expectativas de inflação que apontam para que esta se situe em níveis positivos, ainda que baixos em 2010. Num quadro de contracção da procura a nível global, a queda dos preços em 2009 terá sido fortemente influenciada pela descida acentuada do deflator das importações, reflectindo, em particular, a redução do preço do petróleo e das matérias-primas não energéticas. Adicionalmente, o crescimento relativamente elevado dos custos unitários

do trabalho no sector privado terá sido acomodado pela significativa compressão das margens de lucro num quadro de contracção da procura no mercado interno. Num contexto de recuperação económica, tanto a nível mundial como a nível nacional, o aumento dos preços no consumidor em 2010 e 2011 tem subjacente uma subida do preço do petróleo, um aumento do deflator das importações de bens não energéticos e um crescimento moderado dos custos unitários do trabalho, o qual tenderá a permitir alguma recuperação das margens de lucro. Esta projecção para a taxa de inflação em Portugal implica a manutenção de um diferencial negativo de crescimento dos preços face à área do euro em 2010, embora de menor magnitude que o registado em 2009.

As necessidades de financiamento da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, em percentagem do PIB, reduziram-se de 10.5 por cento em 2008 para 8.2 por cento em 2009, reflectindo em especial uma evolução favorável dos termos de troca mais expressiva do que a exclusivamente decorrente da redução significativa do preço do petróleo. No entanto, ao longo do horizonte de projecção, as necessidades de financiamento externo da economia deverão voltar a aumentar, projectando-se valores de 9.8 e 11.3 por cento do PIB, respectivamente em 2010 e 2011. Esta evolução reflecte, em particular, uma ligeira deterioração do défice da balança de bens e serviços e um aumento expressivo do défice da balança de rendimentos, em resultado de uma nova deterioração da posição de investimento internacional e de um aumento gradual das taxas de juro a partir de meados de 2009.

A actual projecção não implica uma revisão do crescimento da actividade económica em 2009 face à publicada no Boletim Económico do Outono de 2009, embora apresente uma ligeira revisão na composição da despesa. Em comparação com o Boletim Económico do Verão de 2009, a actual projecção implica uma significativa revisão em alta da taxa de crescimento do PIB em 2009 (+0.8 pontos percentuais (pp.)). Esta revisão traduz um crescimento superior ao antecipado da generalidade das componentes da procura global, acompanhada por uma revisão no mesmo sentido das importações, que terão implicado um contributo da procura interna substancialmente superior ao antecipado (+1.6 pp.) e um contributo do comércio externo em termos líquidos inferior ao esperado (-0.9 pp.). No que respeita a 2010, a actual projecção para a actividade económica implica uma revisão em alta de +1.3 pp., a qual decorre não apenas dos efeitos dinâmicos associados ao crescimento superior ao antecipado para o segundo semestre de 2009, como também da perspectiva de uma evolução mais favorável tanto das condições de financiamento à escala global, como das condições de procura, num ambiente de redução gradual do nível de aversão ao risco dos agentes. Estes factores deverão contribuir para um maior crescimento, tanto da procura interna privada como das exportações. A actual projecção para a inflação representa uma revisão em baixa de cerca de 0.5 pp. em 2009 e em 2010, que reflecte essencialmente uma queda superior à antecipada do deflator das importações de bens não energéticos.

2. HIPÓTESES DO EXERCÍCIO DE PROJEÇÃO

As actuais projecções assentam num conjunto de hipóteses sobre a evolução futura das variáveis de enquadramento da economia portuguesa. Estas hipóteses reflectem a informação disponível até meados de Dezembro de 2009 e têm por base diversos pressupostos relativos à evolução futura das taxas de juro, taxas de câmbio e preços das matérias-primas, assim como ao desempenho da actividade económica no exterior, em particular na área do euro, e às suas implicações sobre a evolução da procura externa dirigida às empresas a operar em Portugal.

Desde o segundo trimestre de 2009 assistiu-se a uma gradual regularização da situação nos mercados financeiros internacionais e a uma redução progressiva dos prémios de risco que se mantiveram,

no entanto, em níveis superiores aos registados antes do início da crise financeira. A actual projecção incorpora a manutenção desta tendência de progressiva normalização das condições de financiamento em 2010 e 2011 e uma regularização dos fluxos de comércio internacional, num contexto de recuperação da actividade económica mundial. Refira-se que, embora esta evolução signifique um retorno gradual a taxas de crescimento próximas das registadas antes da recente crise financeira, tanto da actividade económica como dos fluxos de comércio internacional, tal não deixará de implicar uma quebra no nível destas variáveis que perdurará ao longo do horizonte de projecção.

As actuais hipóteses apresentam revisões negligenciáveis em comparação com as subjacentes às projecções macroeconómicas para 2009 incluídas no Boletim Económico do Outono de 2009. Por seu turno, em comparação com as hipóteses subjacentes à projecção publicada no Boletim Económico do Verão de 2009, o actual enquadramento externo da economia portuguesa inclui uma evolução mais favorável da procura externa, traduzindo uma recuperação da actividade económica mais rápida do que a então perspectivada (Quadro 2.1). Adicionalmente, as medidas de estímulo monetário e de gestão de liquidez implementadas por diversos bancos centrais e, em particular, pelo Banco Central Europeu (BCE), contribuíram para uma redução dos prémios de risco no mercado monetário, implicando uma descida superior à então antecipada para 2009 das taxas de juro de curto prazo. No que respeita aos preços das matérias-primas em dólares, em particular do petróleo, as expectativas implícitas nos mercados de futuros apontam para uma revisão em alta, consistente com a actualização das perspectivas para a actividade económica. No entanto, a apreciação do euro registada desde então contribui para mitigar a revisão dos preços das matérias-primas quando denominados em euros.

Quadro 2.1

		HIPÓTESES DO EXERCÍCIO DE PROJEÇÃO					
		BE Inverno 2009			BE Outono 2009		BE Verão 2009
		2009	2010	2011	2009	2009	2010
Procura externa	tva	-13.0	1.9	3.2	-13.4	-13.0	-0.5
Taxa de juro							
Curto prazo	%	1.2	1.2	2.2	1.3	1.4	1.8
Longo prazo	%	4.2	4.0	4.4	4.2	4.5	5.0
Taxa de câmbio (+ = apreciação)							
Efectiva do euro	tva	0.8	2.2	0.0	0.2	0.1	0.6
Euro-dólar	vma	1.40	1.49	1.49	1.38	1.36	1.40
Preço do petróleo							
em dólares	vma	62.2	80.5	86.3	62.4	61.9	76.3
em euros	vma	44.2	53.9	57.8	45.0	45.2	54.7

Fontes: BCE, Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.
Notas: tva - taxa de variação anual, % - em percentagem, vma - valor médio anual.

2.1. Taxas de juro e taxas de câmbio

A hipótese relativa à evolução da taxa de juro de curto prazo tem por base as expectativas face à evolução da taxa EURIBOR a 3 meses implícitas nos contratos de futuros. Os participantes nos mercados financeiros antecipam que, após a forte redução registada no primeiro trimestre de 2009 e de novas descidas de menor magnitude até ao final de 2009, terá lugar um aumento progressivo desta taxa até ao final do horizonte de projecção, ainda que para níveis claramente inferiores aos valores médios registados em 2008. Assim, em termos médios anuais, a taxa EURIBOR a 3 meses deverá manter-se

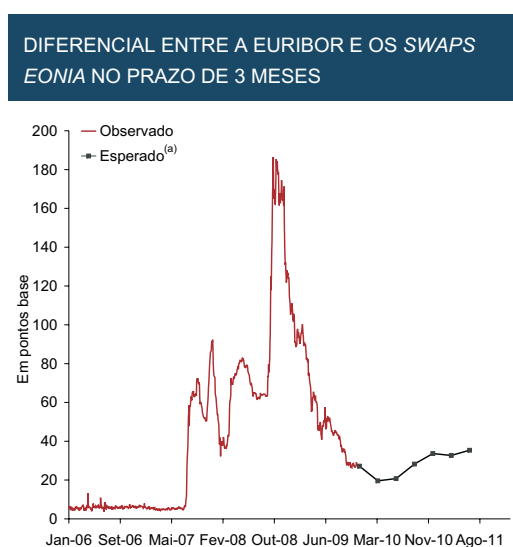
em 1.2 por cento em 2010, aumentando para 2.2 por cento em 2011. Neste contexto, é de referir que a evolução das taxas de juro de curto prazo é condicionada tanto pelas expectativas quanto às taxas de intervenção do BCE, como pela evolução do prémio de risco implícito no mercado monetário, medido pelo diferencial entre as taxas de juro de operações colateralizadas e não colateralizadas. Este diferencial aumentou abruptamente em meados de 2007 com a eclosão da crise financeira e significativamente em 2008, tendo revertido de forma sustentada ao longo de 2009 (Gráfico 2.1.1). O perfil de evolução futura das taxas de juro incluído na actual projecção admite, implicitamente, uma ligeira redução do prémio de risco no mercado monetário interbancário no início de 2010, seguido de uma ligeira subida no segundo semestre, num quadro de reversão de um conjunto importante de medidas de estímulo monetário implementadas em 2009. Num quadro de progressiva regularização dos mercados financeiros, admite-se uma estabilização deste diferencial a partir do início de 2011 em níveis, no entanto, claramente superiores aos prevalecentes antes da eclosão da crise financeira.

No que respeita à evolução das taxas de juro bancárias, o perfil subjacente à actual projecção traduz o custo de financiamento dos bancos nos mercados por grosso e os prémios de risco cobrados pelos bancos, tanto às famílias como às empresas não financeiras que recorrem ao financiamento bancário. Assim, a actual projecção considera que os prémios de risco cobrados pelos bancos continuarão a reduzir-se ao longo do horizonte de projecção, embora para níveis superiores aos registados no período imediatamente anterior ao início da crise financeira.

A informação implícita nas taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dez anos implica uma redução das taxas de juro de referência a longo prazo, em termos médios anuais, de 4.2 por cento em 2009 para 4 por cento em 2010. Em 2011, perspectiva-se um aumento destas taxas para 4.4 por cento, valor próximo do registado em 2008.

Por fim, a hipótese técnica relativa à evolução das taxas de câmbio considera que estas se manterão inalteradas nos níveis observados em meados de Dezembro de 2009, implicando, em termos médios anuais, uma apreciação da taxa de câmbio efectiva do euro de 0.8 por cento em 2009 e 2.2 por cento em 2010, após uma apreciação de 4.8 por cento em 2008 (depreciação de 5.1 por cento face ao dólar em 2009, seguida de uma apreciação de 7 por cento em 2010).

Gráfico 2.1.1



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

Nota: (a) Diferencial entre a taxa EURIBOR a 3 meses implícita nos contratos de futuros e a taxa EONIA média esperada (calculada a partir do EONIA swap index) para o período correspondente.

2.2. Preços internacionais

Depois de ter atingido um valor médio mensal de 134 dólares por barril em Julho de 2008, o preço do petróleo apresentou uma forte redução no segundo semestre do ano, com particular incidência no último trimestre, tendo registado um valor médio mensal de 42 dólares por barril em Dezembro. Em 2009, o preço do petróleo retomou uma trajectória ascendente, tendo-se fixado em valores próximos de 62 dólares por barril. As expectativas implícitas no mercado de futuros apontam para a manutenção de uma trajectória de aumento até ao final do horizonte de projecção para valores próximos de 87 dólares por barril. Em termos médios anuais, este perfil implica uma redução do preço do petróleo de 98 dólares por barril em 2008 para cerca de 62 dólares em 2009, seguida de um aumento para perto de 80 dólares por barril em 2010 e de 86 em 2011. Tendo em conta as hipóteses já referidas relativas à evolução da taxa de câmbio do euro face ao dólar, este perfil deverá traduzir-se num preço médio anual do barril de petróleo de 44 euros em 2009 (66 euros em 2008), 54 euros em 2010 e 58 euros em 2011.

No que diz respeito aos preços das matérias-primas não energéticas, a informação disponível aponta para que os preços da componente alimentar tenham registado um aumento de cerca de 27 por cento em 2008, enquanto os preços das restantes matérias-primas não energéticas terão aumentado cerca de 3 por cento. A informação disponível sobre a evolução destes preços, obtida a partir dos contratos negociados nos mercados de futuros, aponta para uma queda de cerca de 12 por cento dos preços da componente alimentar e de 27 por cento nas restantes matérias-primas não energéticas em 2009, reflectindo o impacto sobre os preços da redução abrupta das expectativas de procura. Os preços das matérias-primas não energéticas deverão voltar a aumentar em 2010 e 2011 (25 por cento e 4 por cento, respectivamente), num contexto em que se antecipa uma recuperação da procura mundial e consequentemente da procura de matérias-primas.

2.3. Conjuntura internacional e procura externa

Num contexto dominado pelo progressivo desanuviamento da crise financeira internacional, as projecções do Eurosistema de Dezembro de 2009, divulgadas no [Boletim Mensal do Banco Central Europeu](#), e baseadas na informação disponível até ao dia 20 de Novembro de 2009, apontam para que o crescimento da actividade económica na área do euro tenha voltado a apresentar um valor positivo no terceiro trimestre de 2009, o que ocorre pela primeira vez desde o início de 2008. Em termos médios anuais, depois de ter crescido 0.5 por cento em 2008, o PIB na área do euro ter-se-á contraído entre 3.9 e 4.1 por cento em 2009, devendo registar um crescimento no intervalo de 0.1 a 1.5 por cento em 2010 e entre 0.2 e 2.2 em 2011. Esta evolução progressivamente mais favorável da actividade reflectiu, numa primeira fase, o papel desempenhado por um conjunto de factores interligados, de entre os quais se destacam a implementação de pacotes de estímulo orçamental, a reposição dos níveis médios de existências após a desaccumulação registada no passado recente e o crescimento do comércio internacional. Ao longo do horizonte contribuem ainda para a progressiva recuperação da actividade económica os efeitos desfasados das medidas de política monetária e os esforços significativos no sentido de regularizar o funcionamento do sistema financeiro. Refira-se, no entanto, que se perspectivam ritmos de crescimento económico significativamente inferiores aos registados antes da recessão, decorrentes da necessidade de reestruturação dos balanços em diversos sectores, traduzidos designadamente no fraco crescimento do consumo privado, num contexto em que também se perspectiva uma fraca criação de emprego.

A projecção para a evolução dos preços no consumidor elaborada no contexto do mesmo exercício de projecção aponta para uma redução significativa da inflação na área do euro em 2009, medida pela taxa de variação homóloga do IHPC, a qual registou um valor de -0.4 por cento no terceiro trimestre, devendo, no entanto, ter regressado a valores positivos no quarto trimestre. Esta evolução terá estado fortemente associada a efeitos de base relacionados com quedas passadas dos preços das matérias-primas. Neste contexto, a taxa de inflação média anual deverá ter registado um valor de 0.3 por cento em 2009, projectando-se um aumento para valores no intervalo de 0.9 a 1.7 por cento em 2010 e entre 0.8 e 2.0 por cento em 2011. A evolução projectada para 2010 e 2011 reflecte, por um lado, o aumento dos preços das matérias-primas e dos bens manufacturados ao longo do horizonte de projecção e, por outro, uma recuperação moderada das margens de lucro, num contexto de moderação salarial e de aumento da produtividade associado à progressiva recuperação da actividade económica.

O enquadramento externo da actual projecção contempla uma queda do indicador de procura externa dirigida à economia portuguesa de cerca de 13 por cento em 2009, depois de um crescimento de 0.4 por cento em 2008, o que representa uma situação totalmente atípica². A actual projecção para o enquadramento internacional aponta para uma recuperação gradual do comércio internacional e da procura externa dirigida às empresas a operar em Portugal a partir do terceiro trimestre de 2009, num contexto de desanuviamento das tensões nos mercados financeiros internacionais, recuperação dos níveis de confiança dos agentes económicos e gradual aumento da procura e da actividade económica mundial. Esta evolução implica um crescimento do indicador de procura externa relevante para Portugal de 1.9 por cento em 2010 e de 3.2 por cento em 2011.

2.4. Hipóteses sobre finanças públicas e preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa

No que respeita às projecções de finanças públicas, tal como é regra no âmbito do exercício de previsão do Eurosistema, foram apenas incluídas as medidas de política orçamental já aprovadas em termos legais ou especificadas com detalhe suficiente e com elevada probabilidade de aprovação legislativa. Deste modo, as actuais projecções estão condicionadas pelo facto do Orçamento do Estado para 2010 e da actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento só serem apresentados após a data de fecho da informação deste Boletim. No que respeita às medidas de estímulo orçamental adoptadas em Dezembro de 2008, admitiu-se que estas não seriam renovadas no horizonte de projecção. Esta hipótese condiciona, em particular, o perfil do investimento público, que apresenta uma diminuição em termos reais, quer em 2010, quer em 2011. Quanto ao consumo público, assumiu-se uma forte desaceleração em 2010 em termos reais, para 0.7 por cento, seguida de uma ligeira aceleração em 2011. Esta evolução admite uma estabilização do número de funcionários públicos, bem como uma desaceleração significativa face a 2009 da despesa em consumo intermédio e com prestações sociais em espécie.

Quanto às transferências públicas provenientes da União Europeia, o perfil assumido no horizonte de projecção é afectado pela hipótese de não renovação das medidas de estímulo implementadas no contexto da crise económica, uma vez que uma parte importante destas medidas beneficiava de financiamento comunitário.

No que diz respeito aos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa, a actual projecção incorpora a informação pública, em particular sobre a actualização das rendas efectivas e o

(2) Refira-se que desde o início da década de 80 este indicador apenas registou uma queda em termos médios anuais em 1993 (-1.8 por cento). Para o período anterior a 1980, os dados subjacentes ao cálculo deste indicador não estão disponíveis.

aumento do preço da electricidade para 2010. Para os preços para os quais não existe ainda informação disponível consideraram-se aumentos semelhantes aos registados no passado recente.

3. OFERTA

3.1. Produto e evolução sectorial

A actual projecção aponta para uma contracção de 2.7 por cento da actividade económica em 2009, seguida de uma recuperação para valores positivos, antecipando-se um crescimento de 0.7 por cento em 2010 e de 1.4 por cento em 2011 (Gráfico 3.1.1) (ver “Secção 4 Procura”). Esta evolução é marcada pelo comportamento da actividade económica no sector privado, na medida em que o PIB do sector público deverá registar uma contracção substancialmente inferior à do sector privado em 2009 e um crescimento apenas marginalmente positivo em 2010 e 2011³.

Em 2009, ter-se-á registado um diferencial de crescimento de 1.3 por cento entre Portugal e a área do euro, o que veio interromper o diferencial negativo registado desde 2002 (Gráfico 3.1.2). Ao longo do horizonte de projecção, perspectiva-se um diferencial marginalmente negativo em 2010 (-0.1 por cento) e marginalmente positivo em 2011 (0.2 por cento)⁴.

Ao nível sectorial, a actual projecção compreende uma evolução heterogénea, com quedas particularmente acentuadas nos sectores mais sensíveis às flutuações cíclicas (construção e indústria transformadora). Para a indústria transformadora, depois de uma forte contracção em 2009, projecta-se um regresso a taxas de crescimento positivas em 2010 e 2011, num contexto de progressiva recuperação da actividade económica à escala global. Esta projecção reflecte tanto o perfil da procura no mercado interno, como o da procura externa dirigida à economia portuguesa.

No sector da construção, a actividade deverá registar uma contracção ao longo de todo o horizonte de projecção, ainda que a um ritmo progressivamente menor. Esta evolução deverá estar associada a sistemáticas quedas do investimento empresarial e residencial. Em 2009, esta situação foi parcialmente compensada pela evolução do investimento público, que reflecte um conjunto de medidas de estímulo orçamental.

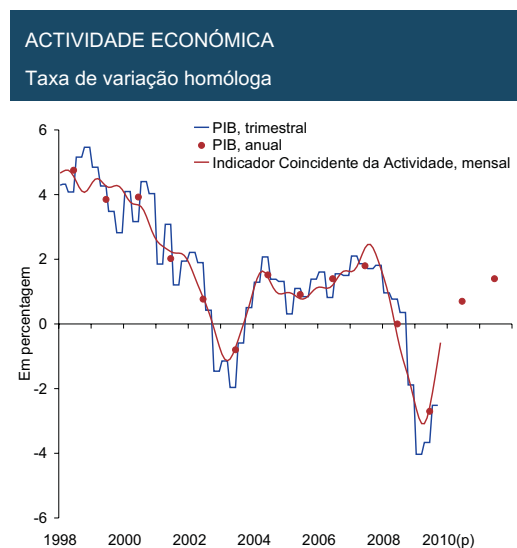
No sector dos serviços, após uma ligeira contracção em 2009, perspectiva-se uma gradual recuperação ao longo do horizonte de projecção, reflectindo a evolução das despesas de consumo das famílias e das exportações de turismo. As exportações de turismo deverão registar um crescimento significativo em 2011, após a significativa contracção registada em 2009, resultante da queda da actividade económica nas economias avançadas e, em particular, nos principais países de origem de turistas com destino a Portugal.

A avaliação do produto potencial e do hiato do produto no actual contexto é particularmente difícil, estando rodeada de uma grande incerteza, uma vez que não é possível aferir ainda os efeitos da crise económica e financeira sobre o nível de equilíbrio da actividade. Esta crise poderá ter um efeito negativo persistente tanto sobre o nível como sobre o crescimento potencial da economia, nomeadamente por via de uma maior obsolescência do capital instalado, com impacto na produtividade de longo prazo. Adicionalmente, a crise poderá implicar uma menor acumulação de capital e um aumento do de-

(3) 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.

(4) Os valores tomados como referência para a área do euro correspondem aos pontos médios dos intervalos de projecção publicados no Boletim Mensal de Dezembro do Banco Central Europeu.

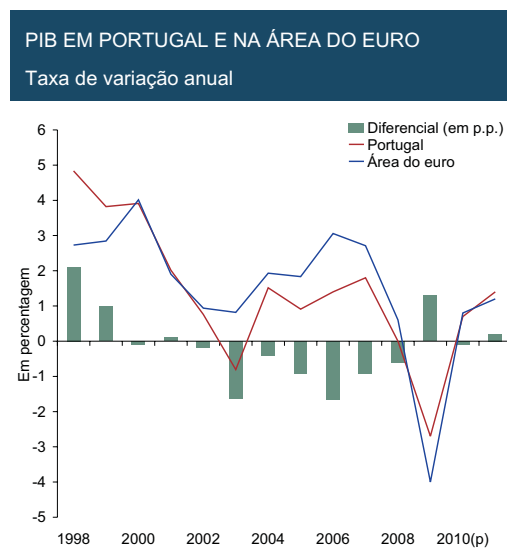
Gráfico 3.1.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) - projectado.

Gráfico 3.1.2



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

Notas: (p) - projectado. 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.

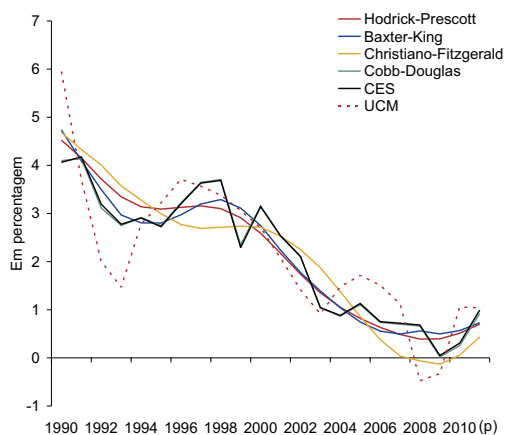
semprego estrutural, com efeitos prolongados sobre a acumulação dos factores de produção. Note-se, finalmente, que os métodos de cálculo do produto potencial e hiato do produto são, em geral, muito sensíveis aos valores do PIB no final do período de estimação. Esta característica é particularmente relevante dada a elevada incerteza acerca da evolução da actividade económica no futuro próximo.

As dificuldades associadas à avaliação quantitativa precisa do produto potencial e do hiato do produto sugerem a utilidade de recorrer a diversos métodos para a sua estimação⁵. De um modo geral, os métodos considerados apontam para um abrandamento do produto potencial em 2009, esperando-se uma ligeira aceleração em 2010 e 2011 (Gráfico 3.1.3). Por seu turno, o hiato do produto deverá assumir valores negativos ao longo de todo o horizonte de projecção, persistindo contudo uma elevada incerteza tanto quanto ao seu nível como quanto à sua trajectória, o que é ilustrado pela considerável dispersão dos resultados obtidos com os diferentes métodos aplicados (Gráfico 3.1.4).

(5) Os métodos apresentados correspondem aos filtros estatísticos Hodrick-Prescott, Baxter-King e Christiano-Fitzgerald e às funções de produção do tipo Cobb-Douglas e Constant Elasticity of Substitution (CES) apresentados em Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico* - Outono. O método Unobserved Components Model (UCM) é apresentado em Centeno, M., J. Maria e A. Novo (2009), "Desemprego: oferta, procura e instituições", em *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*, Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

Gráfico 3.1.3

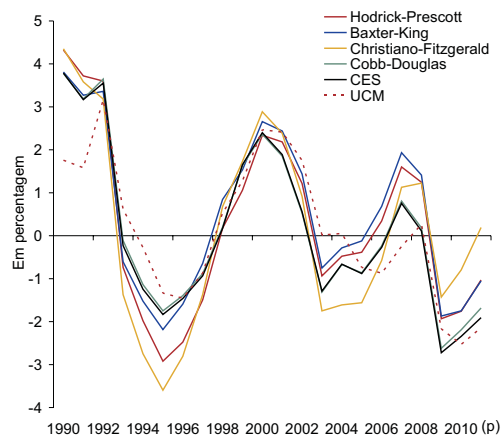
CRESCIMENTO DO PRODUTO POTENCIAL
Taxa de variação anual



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

Gráfico 3.1.4

HIATO DO PRODUTO
Desvio do produto observado em relação ao produto potencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

3.2. Emprego

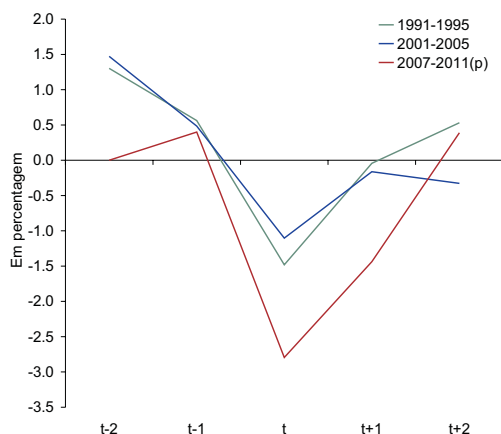
A evolução do emprego deverá ser marcada pela forte contracção da actividade económica em 2009, que tenderá a ter um efeito sobre a procura de trabalho em 2010, reflectindo nomeadamente o habitual desfasamento entre o ciclo do produto e do emprego. Deste modo, após uma contracção de 2.8 por cento em 2009, o emprego deverá contrair 1.3 por cento em 2010, seguindo-se um crescimento de 0.4 por cento em 2011. A evolução projectada aponta para que no período recessivo 2007-2011 ocorra uma destruição de emprego em termos líquidos muito superior à registada nos dois episódios recessivos anteriores (Gráfico 3.2.1). Em termos sectoriais, a evolução projectada para o emprego é marcada pelo comportamento da componente privada ao longo de todo o horizonte de projecção, num contexto em que se assume uma estabilização do emprego no sector público pelas razões metodológicas indicadas (ver “Secção 2 Hipóteses do exercício de projecção”).

A evolução do emprego e da actividade económica em 2009 tem subjacente uma estagnação da produtividade aparente do trabalho, medida pelo nível de produto por trabalhador, e um regresso a taxas de crescimento positivas em 2010 e 2011. A comparação com episódios recessivos anteriores aponta para uma recuperação da produtividade aparente do trabalho em 2010 superior às que se registaram em episódios recessivos anteriores no ano subsequente à contracção da actividade, reflectindo o impacto de factores de natureza cíclica em fases de recuperação económica, nomeadamente uma reversão da utilização da capacidade produtiva instalada, assim como uma utilização mais intensiva do factor trabalho (Gráfico 3.2.2). No entanto, a dissipação parcial destes factores em 2011 implicará um abrandamento da produtividade aparente, a qual deverá reverter para valores mais próximos do crescimento tendencial subjacente.

No que diz respeito à oferta de trabalho, depois de uma diminuição da taxa de participação verificada em 2009 e projectada para 2010, perspectiva-se alguma reversão em 2011. Esta evolução deverá reflectir, em parte, uma situação de desencorajamento da participação no mercado de trabalho. A evolução da taxa de actividade, conjugada com o baixo crescimento da população em idade activa, em linha com o seu comportamento recente e num contexto de envelhecimento da população, implica

Gráfico 3.2.1

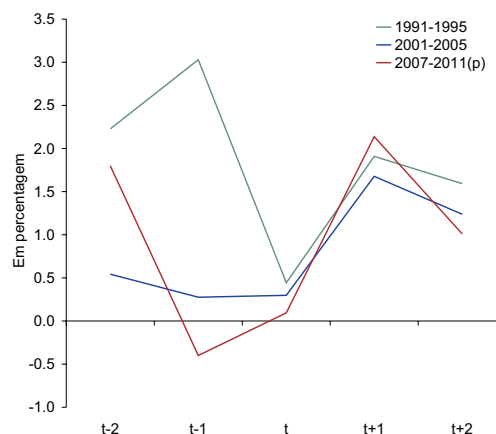
EMPREGO
Comparação entre períodos recessivos
Taxa de variação anual



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

Gráfico 3.2.2

PRODUTIVIDADE APARENTE DO TRABALHO
Comparação entre períodos recessivos
Taxa de variação anual



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

uma contracção da população activa em 2009 e 2010 e um crescimento de cerca de 0.6 por cento em 2011, o que contrasta com o crescimento médio de cerca de 1 por cento registado na última década.

3.3. Factores de crescimento económico

Os factores de crescimento da economia portuguesa podem ser analisados na perspectiva da oferta através de um exercício de contabilidade de crescimento, com recurso a uma função de produção Cobb-Douglas, que decompõe o crescimento do PIB nos contributos da acumulação de factores produtivos (trabalho e capital) e da sua produtividade total⁶. Este exercício, embora útil para compreender a evolução da oferta agregada, tem algumas limitações que importa salientar. Em particular, a produtividade dos factores é obtida de forma residual, sendo não apenas uma medida de eficiência, mas também o resultado de variáveis não explicitamente consideradas, como a qualidade dos factores produtivos ou o grau de utilização da capacidade produtiva.

Ao longo de todo o horizonte de projecção, o factor trabalho deverá ser a componente com uma evolução mais desfavorável para o crescimento da actividade económica, tendo um contributo acentuadamente negativo, tanto em 2009, como em 2010 (-1.8 e -1.0 p.p., respectivamente). Em 2011, projecta-se um contributo marginalmente positivo. No que diz respeito ao factor capital, o seu contributo para o crescimento da actividade económica deverá ser virtualmente nulo ao longo de todo o horizonte de projecção (Gráfico 3.3.1). Esta evolução traduz a contracção do investimento observada em 2008 e 2009, bem como a que se perspectiva para 2010.

Em relação à produtividade total dos factores, espera-se que, depois de uma contracção de 1.1 por cento em 2009, se verifique uma rápida reversão, sendo esta componente a que mais contribuirá para o crescimento da actividade económica em 2010 e 2011 (1.6 e 1.1 pp. respectivamente). Esta evolu-

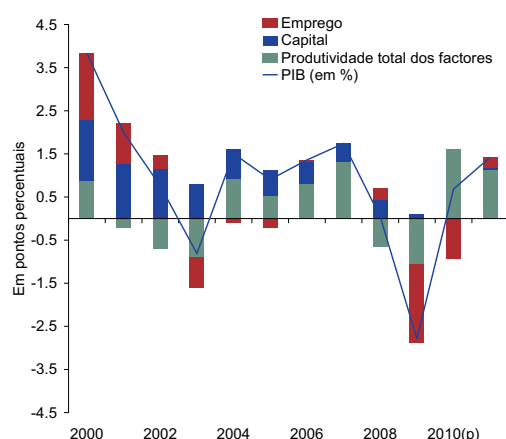
(6) Para uma discussão desta metodologia veja-se, Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico* - Outono.

ção deverá ser fortemente influenciada por factores de natureza cíclica. Em 2009, a evolução negativa da produtividade deverá estar em parte relacionada com a acentuada diminuição da taxa de utilização do *stock* de capital instalado (Gráfico 3.3.2), assim como com a eventual manutenção de um nível de emprego não utilizado plenamente no processo produtivo, os quais são muito sensíveis a flutuações cíclicas da economia⁷. Em 2010 e 2011, a recuperação da actividade económica tenderá a eliminar estes efeitos de natureza temporária, permitindo uma recuperação da produtividade total dos factores.

A comparação de 2007-2011 com os períodos em torno das últimas duas recessões em Portugal (1991-1995 e 2001-2005) permite retirar algumas ilações tanto no que diz respeito à evolução do PIB, como ao contributo dos factores de produção e da sua produtividade total (Gráfico 3.3.3). O crescimento médio do PIB no período 2001-2005 foi substancialmente inferior ao observado no período 1991-1995 (0.9 por cento, que compara com 2.0 por cento) projectando-se um valor ainda mais baixo no período recente (0.2 por cento), o que revela a natureza sem precedentes da actual fase recessiva. Enquanto o menor crescimento do produto no período 2001-2005 se deveu essencialmente a um decréscimo acentuado do contributo da produtividade total dos factores, o menor crescimento projectado para 2007-2011 traduz uma redução do contributo de todos os factores de produção, com especial destaque para o *stock* de capital. A evolução do *stock* capital poderá reflectir a amortização de importantes fluxos de investimento realizados na década de 90, assim como o fraco desempenho do investimento ao longo do actual período recessivo. Quanto ao factor trabalho, a evolução projectada deverá estar associada essencialmente a um crescimento mais fraco do emprego no sector privado, num contexto em que o desemprego estrutural se encontra num nível superior ao registado em anteriores períodos recessivos. Por fim, a evolução considerada para a produtividade total dos factores aponta para que, após o crescimento anormalmente baixo registado entre 2002 e 2006, o período

Gráfico 3.3.1

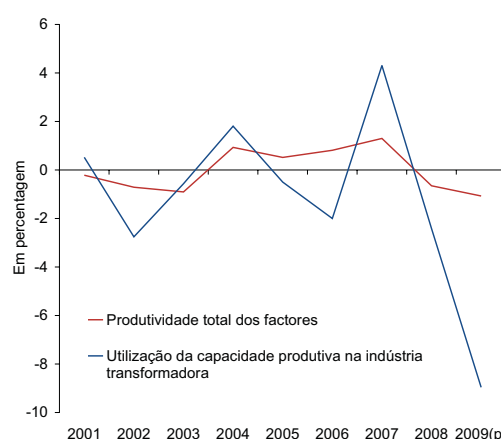
FACTORES DE CRESCIMENTO DO PRODUTO 2005-2011
Contributo para a taxa de variação anual



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

Gráfico 3.3.2

PRODUTIVIDADE TOTAL DOS FACTORES E UTILIZAÇÃO DE CAPACIDADE NA INDÚSTRIA
Taxa de variação anual

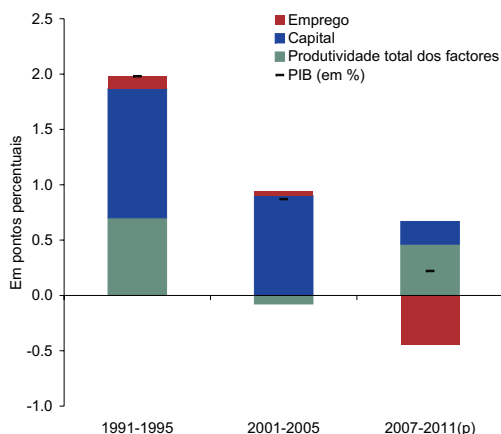


Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

(7) A manutenção de trabalhadores nestas circunstâncias pode resultar quer da dificuldade de ajustamento do emprego por imperativos de natureza legal, quer de uma estratégia por parte das empresas de evitar o despedimento de trabalhadores de forma a evitar a destruição de capital humano específico, isto é, de incorrer em custos não recuperáveis decorrentes da transmissão do conhecimento necessário ao desempenho das tarefas atribuídas aos trabalhadores.

Gráfico 3.3.3

COMPARAÇÃO DE FACTORES DE CRESCIMENTO DO PRODUTO 1991-1995, 2001-2005 E 2007-2011
Contributo para a taxa de variação média



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) - projectado.

2007-2011 seja caracterizado por um retorno a um crescimento médio mais próximo da sua média histórica.

4. PROCURA

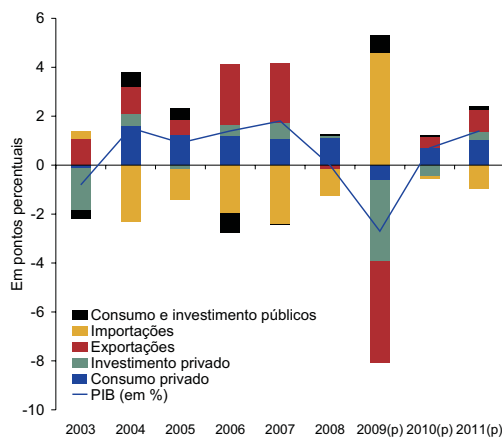
A actividade económica em Portugal apresentou uma quebra muito significativa no último trimestre de 2008 que se prolongou no primeiro trimestre do ano seguinte. O PIB deverá registar uma variação negativa de 2.7 por cento em 2009, a mais acentuada das últimas décadas. Ao nível da composição da procura, esta quebra abrupta fez-se sentir essencialmente nas exportações e no investimento (cerca de 12 por cento), reflectindo a deterioração acentuada das perspectivas de procura.

As hipóteses subjacentes à actual projecção admitem uma recuperação da procura e da actividade económica mundiais em 2010 e 2011, incluindo na área do euro, ainda que de forma moderada (ver “Secção 2 Hipóteses do exercício de projecção”). Neste contexto, a actual projecção para Portugal aponta para alguma recuperação da actividade económica (0.7 por cento em 2010), liderada pelas exportações e pelo consumo privado (Gráfico 4.1). Para estes desenvolvimentos concorrem, entre outros factores, o aumento da procura externa dirigida às empresas portuguesas, a melhoria das expectativas dos agentes económicos face à evolução do seu rendimento e da sua riqueza e a manutenção das taxas de juro num nível baixo. Para 2011 espera-se a continuação da recuperação económica, projectando-se um crescimento de 1.4 por cento, decorrente de contributos positivos de todas as componentes da procura interna e de um contributo virtualmente nulo das exportações líquidas.

A comparação deste episódio recessivo com os anteriores permite destacar não apenas a amplitude e a natureza sem precedentes da actual situação, como também retirar algumas conclusões sobre os traços mais relevantes que têm caracterizado a economia portuguesa ao longo dos últimos anos (Gráfico 4.2). Nos últimos 20 anos, assistiu-se a dois episódios recessivos na economia portuguesa, para além do actual, sendo que em nenhum se registou uma contracção do PIB de magnitude semelhante. Deve realçar-se contudo que, ao contrário dos anteriores, o actual episódio recessivo ocorre

Gráfico 4.1

DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO DO PIB
Contributo para a taxa de variação anual



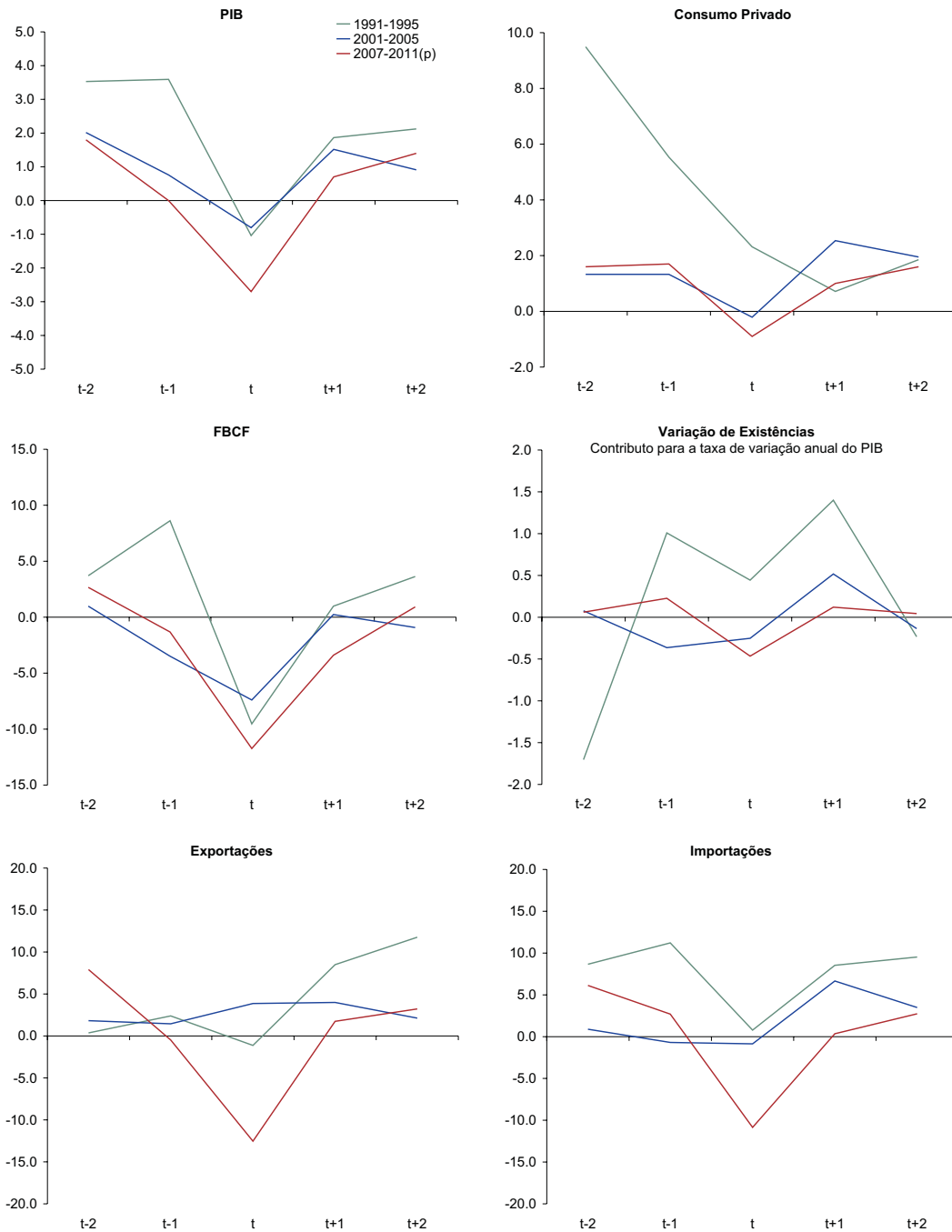
Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

num quadro de profunda crise financeira internacional, acompanhado por uma retracção mundial da actividade económica. A análise das projecções para a evolução das componentes da procura global permite constatar que esta recessão comporta quedas sem precedentes da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e das exportações, reflectindo os efeitos da crise financeira e económica sobre as decisões de investimento e sobre as expectativas de procura, num quadro de colapso do comércio internacional no final de 2008. A evolução do investimento ao longo dos últimos anos tem cerceado o potencial de crescimento da economia, enquanto a trajectória das exportações no mesmo período tem revelado dificuldades competitivas por parte do sector exportador, na sequência da entrada de novos concorrentes no mercado internacional com baixos custos unitários de trabalho. O consumo privado registou em 2009 uma queda maior do que a observada nos pontos mais baixos dos anteriores episódios recessivos. A actual recessão, em contraste com as anteriores, foi acompanhada por uma acentuada deterioração das condições no mercado de trabalho, que deverão persistir ao longo do horizonte de projecção (ver subsecção 3.2). Esta situação deverá induzir, designadamente por motivos de precaução, uma inversão da trajectória descendente da taxa de poupança das famílias, num contexto de elevado nível de endividamento e de condições de financiamento menos favoráveis do que em períodos recessivos anteriores.

Gráfico 4.2

EVOLUÇÃO DO PIB E DAS COMPONENTES DA DESPESA EM PERÍODOS RECESSIVOS

Taxa de variação anual, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) - projectado.

4.1. Consumo privado

O consumo privado deverá ter registado uma contracção de 0.9 por cento em 2009, após um crescimento ligeiramente superior a 1.5 por cento nos dois anos anteriores. A queda do consumo ocorreu no quadro de um aumento do rendimento disponível em termos reais que foi determinado, em grande medida, pelo crescimento das transferências para as famílias e das remunerações do trabalho, não obstante a forte redução do emprego (Gráfico 4.1.1). Importa ainda referir o impacto positivo no rendimento disponível decorrente da forte descida das taxas de juro bancárias ao longo de 2009, dada a posição líquida negativa das famílias em termos de activos e passivos que vencem juros.

Num quadro caracterizado por grande incerteza, a prevalência de condições mais restritivas na concessão de crédito bancário deverá também ter induzido o adiamento de despesas de consumo por parte das famílias, não obstante a forte descida das taxas de juro ao longo de 2009. Com efeito, a maior restritividade das condições de financiamento nos mercados internacionais, relativamente às condições prevaletentes no período anterior à eclosão da turbulência nos mercados financeiros, deverá ter limitado a capacidade dos bancos de ajustar o serviço da dívida das famílias à sua capacidade de pagamento. Por outro lado, a materialização do risco de crédito traduziu-se também em condições mais restritivas de concessão de crédito por parte dos bancos.

A evolução do consumo privado em 2009 terá resultado da conjugação de um fraco crescimento do consumo de bens não duradouros e de uma queda muito acentuada do consumo de bens duradouros, reflectindo a forte sensibilidade desta componente ao ciclo económico, em especial num contexto de uma significativa subida da taxa de desemprego e de manutenção de alguma tensão nos mercados financeiros internacionais (Gráfico 4.1.2). Contudo, o consumo privado apresentou um perfil de recuperação ao longo do ano, com particular destaque para o consumo de bens duradouros, o qual deverá ter estado associado à diminuição das tensões nos mercados financeiros e à consequente redução do nível de incerteza e recuperação da confiança dos consumidores (Gráfico 4.1.3).

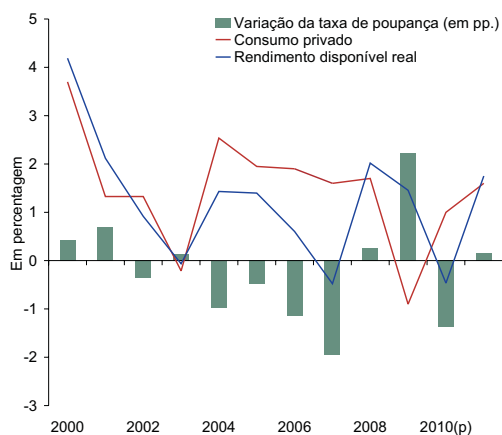
A queda do consumo privado em 2009 é menos acentuada que a do PIB, em linha com a habitual evolução mais alisada do consumo (Gráfico 4.1.4). Adicionalmente, o crescimento do consumo privado deverá ser semelhante ao da área do euro, tomando como referência os pontos médios dos intervalos de projecção publicados no *Boletim Mensal de Dezembro de 2009 do Banco Central Europeu* (Gráfico 4.1.5).

No que diz respeito à taxa de poupança, verificou-se um acréscimo significativo em 2009, reforçando o ligeiro aumento verificado em 2008 e interrompendo a trajectória de descida registada desde 2002. A evolução da taxa de poupança terá reflectido motivos de precaução relacionados com a elevada incerteza associada à magnitude e duração da crise financeira e à sua interacção com a actividade económica, em particular no que se refere à evolução da riqueza e do rendimento.

Para 2010 e 2011, a actual projecção contempla crescimentos do consumo privado de 1 e 1.6 por cento, respectivamente. Esta evolução representa uma aceleração do consumo privado, com particular incidência na componente de bens duradouros, que apresenta um comportamento tipicamente pro-cíclico e com elevada volatilidade. Não obstante as limitações impostas pela manutenção de uma situação desfavorável no mercado de trabalho e pelo aumento progressivo das taxas de juro ao longo do horizonte de projecção, o crescimento do consumo deverá ser superior ao do rendimento disponível, implicando uma redução da taxa de poupança para níveis mais próximos dos prevaletentes em 2008. No que diz respeito ao rendimento disponível em termos reais, perspectiva-se uma redução em 2010 seguida de uma aceleração em 2011, em linha com o perfil projectado para as remunerações do

Gráfico 4.1.1

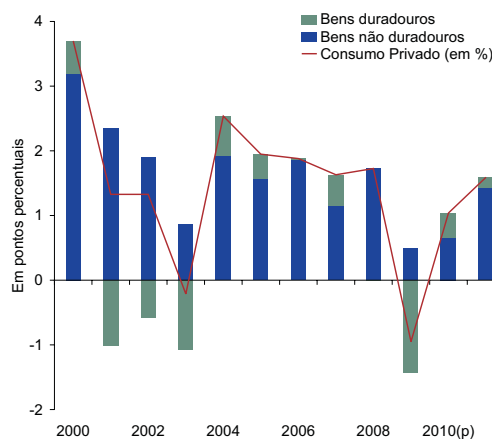
CONSUMO, RENDIMENTO DISPONÍVEL E TAXA DE POUPANÇA
Taxa de variação anual



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Notas: (p) - projectado. A taxa de poupança encontra-se expressa em percentagem do rendimento disponível.

Gráfico 4.1.2

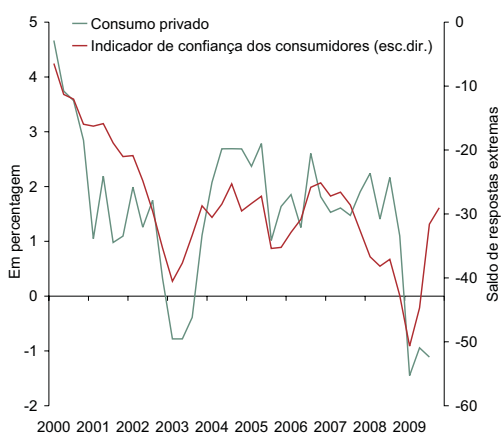
DECOMPOSIÇÃO DO CONSUMO PRIVADO
Contributos para a taxa de variação



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

Gráfico 4.1.3

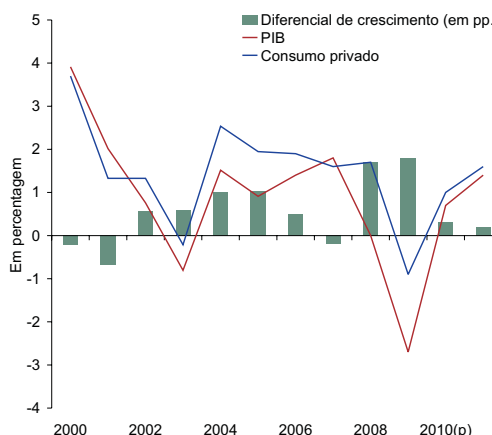
CONSUMO PRIVADO E CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES
Taxa de variação anual



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.
Nota: O nível considerado para o quarto trimestre de 2009 têm por hipótese a manutenção do nível dos indicadores mensais no último valor disponível (Novembro).

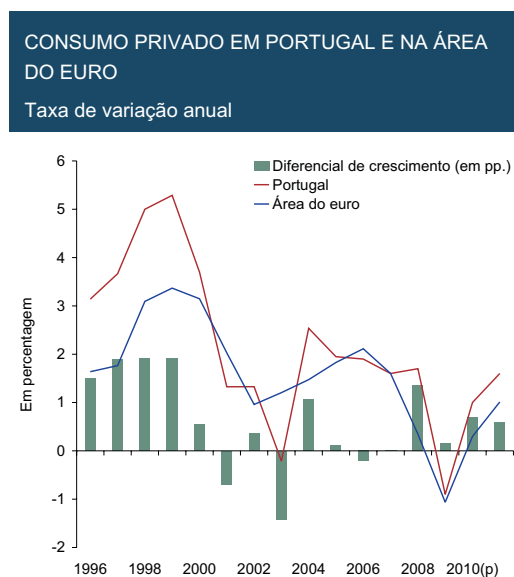
Gráfico 4.1.4

CONSUMO PRIVADO E PIB
Taxa de variação anual



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

Gráfico 4.1.5



Fontes: BCE, Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.
Notas: (p) - projectado. 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.

trabalho. Importa ainda referir que apesar de se admitir uma progressiva regularização das condições de financiamento ao longo do horizonte de projecção, espera-se que as condições de concessão de crédito se mantenham em níveis mais exigentes do que os registados no período anterior à eclosão da crise financeira, nomeadamente devido à reavaliação do risco e à consequente utilização de critérios mais restritivos na concessão de crédito.

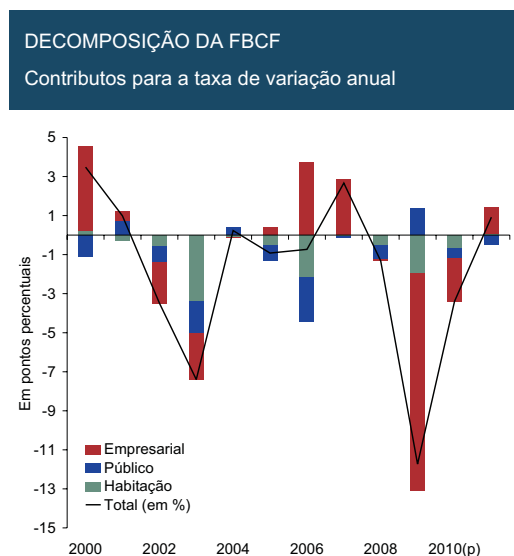
Em 2010 e 2011, o crescimento do consumo privado está em linha com a evolução esperada para o PIB, em contraste com o observado ao longo dos últimos anos em que se registaram em regra diferenciais positivos. A actual projecção comporta ainda um crescimento do consumo privado em Portugal superior ao projectado para a área do euro, à semelhança do que ocorreu em anos anteriores e em contraste com o diferencial tipicamente negativo observado para o PIB desde o início da década.

4.2. Investimento

As projecções para a FBCF apontam para uma queda de cerca de 12 por cento em 2009, após uma redução de 1.3 por cento em 2008 (Gráfico 4.2.1). Esta queda acentuada da FBCF em 2009 terá estado associada à profunda deterioração das expectativas dos agentes económicos face aos níveis de procura tanto no mercado interno, como nos mercados de destino das exportações portuguesas, num contexto internacional dominado pela forte contracção da procura mundial, por níveis de incerteza anormalmente elevados e pelo consequente aumento dos prémios de risco de crédito. As expectativas negativas em relação aos níveis de procura futuros e a queda abrupta dos fluxos de comércio internacional terão ainda implicado uma redução significativa do nível de existências, à semelhança do ocorrido noutros países europeus, o que implicou um contributo anormalmente negativo desta componente para o crescimento do PIB e acentuou a queda do investimento.

No que diz respeito ao perfil intra-anual, após uma redução abrupta no primeiro trimestre de 2009, a FBCF apresentou um perfil de quedas gradualmente menores ao longo do ano. A evolução menos

Gráfico 4.2.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) - projectado.

desfavorável no segundo semestre deverá ter sido possibilitada pela progressiva atenuação da instabilidade nos mercados financeiros internacionais e pela conseqüente diminuição do nível de incerteza. Esta reflectiu-se também em níveis progressivamente menos negativos da generalidade dos indicadores de confiança, nomeadamente no que respeita às expectativas de produção na indústria (Gráfico 4.2.2). Por outro lado, a FBCF beneficiou também da significativa redução das taxas de juro ao longo de 2009, apesar de critérios de concessão de crédito mais restritivos⁸.

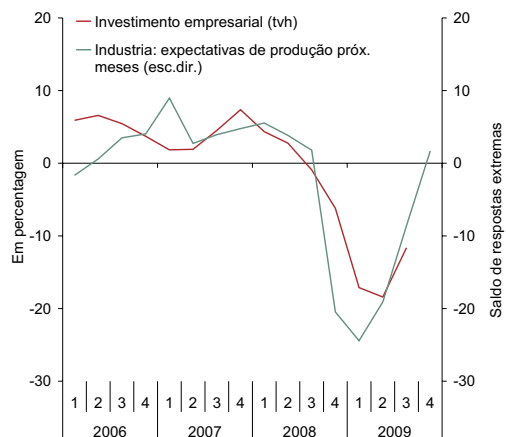
A actual projecção aponta para uma contracção da FBCF em 2010 de 3.4 por cento, e uma ligeira recuperação em 2011, para 0.9 por cento. Esta evolução traduz uma progressiva melhoria das perspectivas de evolução da procura nos mercados interno e externo, resultante da regularização das condições de financiamento nos mercados internacionais e da manutenção de um nível reduzido das taxas de juro. No entanto, importa referir que a actual projecção contempla uma trajectória de subida gradual das taxas de juro ao longo do horizonte de projecção, assim como a manutenção de condições de concessão de crédito mais restritivas do que as registadas no período anterior à eclosão da crise financeira. Refira-se ainda que a evolução projectada para a FBCF implica uma redução do seu peso no PIB no horizonte de projecção, à semelhança do que ocorreu no período 2001-2006 (Gráfico 4.2.3).

No que respeita à evolução da FBCF por sector institucional, o investimento empresarial terá registado uma queda de cerca de 15 por cento em 2009, contribuindo de forma decisiva para a redução da FBCF. De acordo com a informação incluída no Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE, de Julho de 2009, a deterioração das expectativas em relação à procura deverá ter tido um papel determinante na explicação da evolução do investimento empresarial. Efectivamente, verificou-se um aumento expressivo das empresas que referiram ter limitações ao investimento, quando comparado com o inquérito de 2008, e de entre estas verificou-se um aumento acentuado das que apontam a deterioração das expectativas de vendas como o principal factor limitativo. Acresce ainda que a percen-

(8) Importa ainda referir que o comportamento da FBCF no terceiro trimestre do ano deverá estar particularmente influenciado por factores específicos e de carácter temporário como a compra de material aeronáutico.

Gráfico 4.2.2

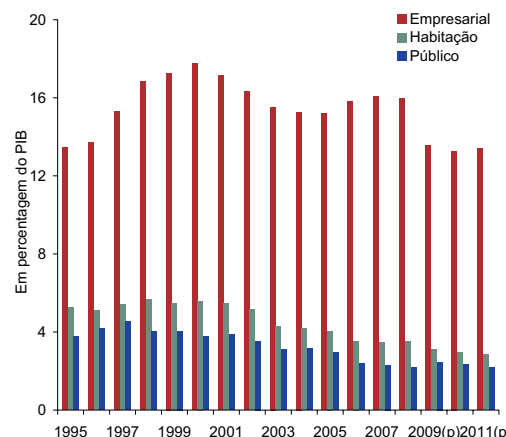
INVESTIMENTO EMPRESARIAL E EXPECTATIVAS DE PRODUÇÃO NA INDÚSTRIA



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.
 Nota: O nível considerado para o quarto trimestre de 2009 tem por hipótese a manutenção do nível dos indicadores mensais no último valor disponível (Novembro).

Gráfico 4.2.3

FBCF POR SECTOR INSTITUCIONAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.
 Nota: (p) - projectado.

tagem de empresas que mencionam as dificuldades de obtenção de crédito como factor limitativo ao investimento também aumentou, embora em muito menor grau.

A actual projecção inclui ainda uma queda do investimento empresarial de 3.1 por cento em 2010, a que se segue um crescimento de 1.9 por cento em 2011, num contexto em que a progressiva estabilização do enquadramento macroeconómico e financeiro internacional deverá permitir uma recuperação gradual e moderada da procura interna e externa. Em percentagem do PIB, este tipo de investimento, cuja intensificação em termos quantitativos e qualitativos é fundamental para garantir a recuperação sustentada da actividade económica, deverá situar-se em níveis próximos dos observados em meados da década de noventa.

O investimento residencial deverá ter registado uma queda de 12 por cento em 2009, após uma contracção de 3.4 por cento em 2008. Refira-se que esta componente da FBCF tem registado uma tendência de queda acentuada desde o início da década, que se situa já em cerca de 50 por cento em termos acumulados. O investimento residencial foi também afectado pela crise financeira internacional, dada a elevada percentagem deste tipo de investimento financiada com recurso a crédito bancário, num contexto de critérios de concessão de crédito mais restritivos. Adicionalmente, a evolução recente desta componente deverá também ter estado muito condicionada pelas condições desfavoráveis no mercado de trabalho. A actual projecção contempla uma nova queda de 4.1 por cento em 2010 e um crescimento marginalmente positivo em 2011. A evolução desta componente da FBCF continuará a ser condicionada pela fraca criação de emprego e, consequentemente, pelas perspectivas de rendimento das famílias, assim como pela dinâmica associada a factores demográficos.

Em relação ao investimento público, espera-se que esta componente tenha registado um crescimento em termos reais de 13.4 por cento em 2009, uma taxa de crescimento sem paralelo na última década e que reflecte a implementação de um conjunto de medidas de estímulo orçamental destinadas a sustentar a contracção da procura global e consequentemente da actividade económica. De acordo com as hipóteses apresentadas na "Secção 2 Hipóteses do exercício de projecção" assumem-se reduções do investimento público de cerca de 4 por cento para 2010 e 2011. Importa referir que estas hipóteses

estão condicionadas pelo facto do Orçamento do Estado para 2010 e da actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento só serem apresentados após a data de fecho da informação deste Boletim.

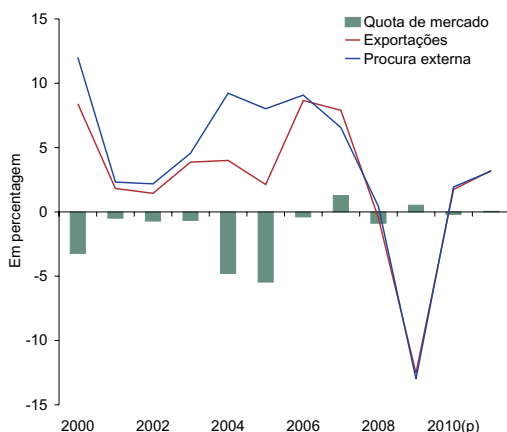
4.3. Comércio externo

Num contexto de queda significativa no comércio mundial a partir do último trimestre de 2008, cuja fase mais aguda ocorreu no primeiro trimestre de 2009, a contracção das exportações de bens e serviços contribuiu significativamente para o quadro recessivo que caracterizou a actividade económica portuguesa em 2009. Com efeito, e após uma variação em volume de -0.5 por cento em 2008, terá ocorrido uma retracção sem precedentes das exportações em 2009 (-12.5 por cento), associada a uma quebra do indicador da procura externa dirigida às empresas a operar em Portugal de magnitude semelhante (Gráfico 4.3.1).

A forte contracção nas exportações em 2009 foi mais expressiva nas exportações de mercadorias (-14.2 por cento) do que nas exportações de outros bens e serviços (-8.6 por cento) (Gráfico 4.3.2). Verificou-se em particular uma forte retracção das exportações de mercadorias para os principais parceiros comerciais de Portugal, onde a queda da procura foi mais intensa. Desta forma, as exportações de serviços voltaram a ganhar preponderância no conjunto das exportações, representando cerca de 30 por cento do total em 2009 (Gráfico 4.3.3).

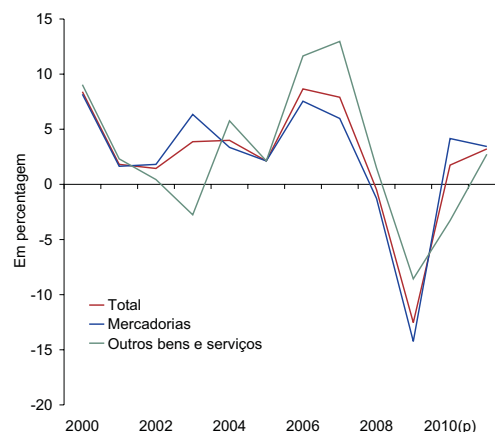
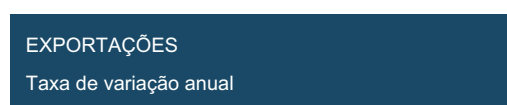
Em 2010 e 2011, o indicador de procura externa deverá voltar a apresentar variações positivas (ver “Secção 2 Hipóteses do exercício de projecção”) na sequência da gradual regularização dos mercados financeiros internacionais e da redução dos níveis de incerteza. Neste contexto, a actual projecção aponta para um crescimento das exportações de bens e serviços de 1.7 e 3.2 por cento, respectivamente, em 2010 e 2011. Esta trajectória está em linha com a evolução esperada para o indicador de procura externa dirigida às empresas exportadoras, implicando assim uma variação virtualmente nula da quota de mercado (Gráfico 4.3.1).

Gráfico 4.3.1



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

Gráfico 4.3.2



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

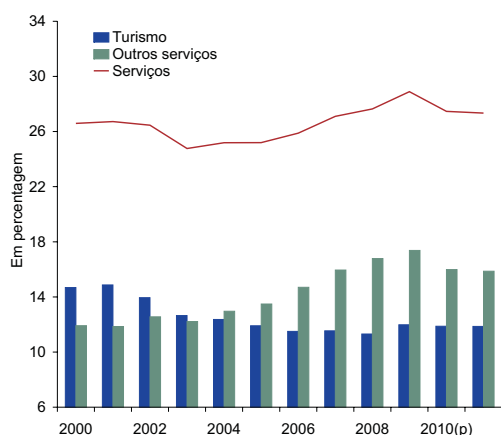
Ao longo de 2010, o ritmo de crescimento das exportações deve ser moderado. Esta projecção tem subjacente um crescimento nas exportações de mercadorias ao passo que as exportações de serviços devem apresentar novamente uma variação negativa. A evolução anual da componente dos serviços é determinada pelo perfil marcadamente descendente observado no ano transacto, dado que se projecta uma trajectória ascendente ao longo de 2010. Em 2011, as exportações de bens e serviços tenderão a acelerar, convergindo para um crescimento próximo de 3 por cento.

No que diz respeito às importações, a presente projecção aponta para uma retracção significativa em 2009 (próxima de 11 por cento), o que contrasta com a variação positiva observada no ano precedente (2.7 por cento). Esta redução decorre, essencialmente, da expressiva contracção da procura global e é extensiva quer às mercadorias, quer aos serviços. Ao longo do horizonte de projecção antecipa-se uma recuperação gradual das importações de bens e serviços, em linha com a evolução projectada para a procura global ponderada (Gráfico 4.3.4). Esta trajectória deverá traduzir-se num crescimento das importações virtualmente nulo em 2010 e de 2.7 por cento em 2011.

A expressiva queda das importações em 2009 foi determinada pela forte contracção das componentes da procura com maior conteúdo importado: o consumo de bens duradouros, o investimento empresarial e as exportações de mercadorias. Em simultâneo, assistiu-se a uma menor acumulação de existências em 2009, fenómeno que geralmente caracteriza os anos de acentuada quebra da procura. Após o aumento do conteúdo importado observado ao longo dos últimos anos, decorrente em parte da integração vertical da produção à escala mundial, em 2009 assistiu-se a uma redução da penetração das importações, em linha com o habitualmente observado nas fases recessivas dos ciclos económicos (Gráfico 4.3.4). A actual projecção contempla uma variação média virtualmente nula no que se refere à penetração das importações no conjunto do período 2010-2011.

Gráfico 4.3.3

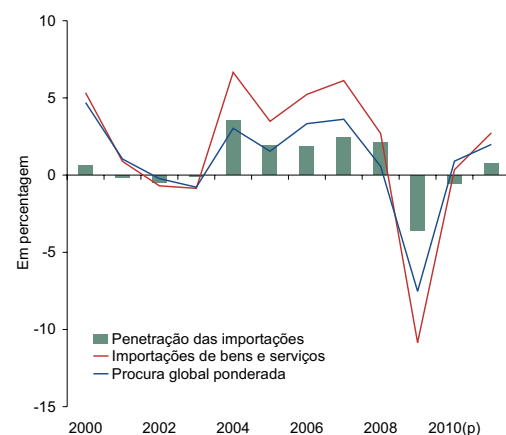
PESO DAS EXPORTAÇÕES DE SERVIÇOS NAS EXPORTAÇÕES TOTAIS
Taxa de variação anual, com base em valores reais



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

Gráfico 4.3.4

IMPORTAÇÕES E PROCURA GLOBAL PONDERADA
Taxa de variação anual



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

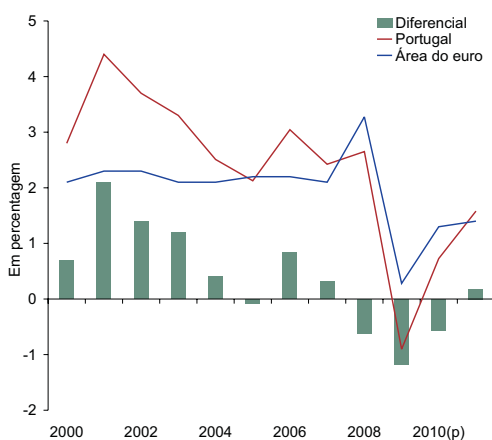
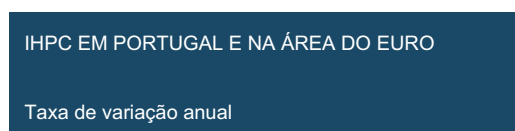
5. INFLAÇÃO

A actual projecção aponta para uma redução dos preços no consumidor, medidos pelo IHPC, de 0.9 por cento em 2009, antecipando-se um regresso a taxas de crescimento positivas já a partir do início de 2010. Com efeito, a actual projecção aponta para uma taxa de inflação de 0.7 por cento em 2010 e de 1.6 por cento em 2011 (Gráfico 5.1).

A redução dos preços no consumidor em 2009 constituiu um facto inédito nas últimas três décadas e traduziu um contributo negativo tanto dos bens energéticos como da componente não energética, que registaram quedas de 8 e 0.2 por cento, respectivamente (Gráfico 5.2). Esta evolução está associada à forte contracção da procura, tanto a nível internacional como a nível interno, decorrente da recente crise económica e financeira. A queda da procura contribuiu para uma descida assinalável dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais, tanto energéticas como não energéticas, enquanto ao nível interno induziu uma forte compressão de margens de lucro, num quadro de manutenção de um forte crescimento dos custos unitários do trabalho, que traduziu um desajustamento entre o dinamismo dos salários e o fraco crescimento da produtividade.

Em 2010, a taxa de inflação deverá voltar a valores positivos (0.7 por cento), aumentando para 1.6 por cento em 2011, num contexto de recuperação da actividade económica a nível global que se reflectirá na evolução dos preços, tanto a nível externo como em Portugal. A nível externo, a recuperação da actividade económica deverá implicar um aumento da procura de matérias-primas tanto energéticas como não energéticas, induzindo um aumento dos preços que se transmitirá à economia portuguesa através da evolução do deflador de importações de bens não energéticos, assim como do preço do petróleo. Ao nível interno, a evolução da actividade económica deverá permitir uma recuperação parcial das margens de lucro em 2010, num quadro de redução dos custos unitários do trabalho, resultante de um aumento moderado dos salários, após o forte aumento registado em 2009, e de uma evolução

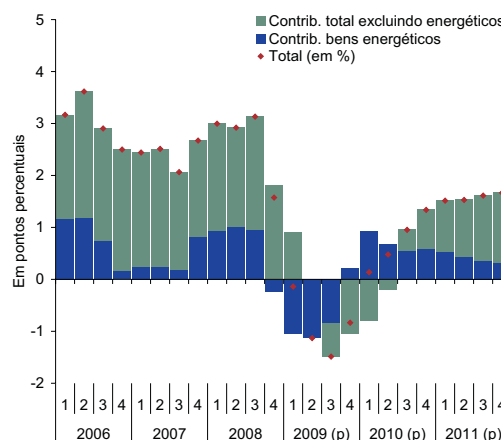
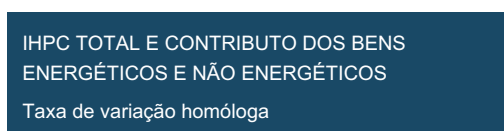
Gráfico 5.1



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

Notas: (p) - projectado. 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.

Gráfico 5.2



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

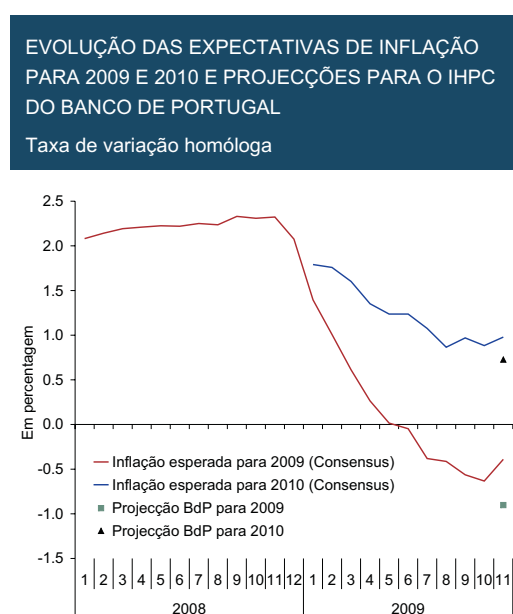
Nota: (p) - projectado.

mais favorável da produtividade. Em 2011, a melhoria da actividade económica deverá implicar um aumento dos custos unitários do trabalho, associado a um aumento dos salários mais expressivo do que o projectado para 2010.

Deste modo, e num contexto em que as expectativas de inflação dos agentes económicos em 2010 continuam ancoradas em valores positivos (Gráfico 5.3), a redução dos preços no consumidor em 2009 deverá ser encarada como um fenómeno de carácter transitório e não como uma queda continuada e sustentada dos preços.

As actuais projecções implicam que o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro continue a ser negativo em 2010, embora de menor magnitude que o registado em 2008 e 2009⁹. Esta evolução é generalizada a todas as componentes dos bens não energéticos e contrasta com a manutenção de um diferencial positivo desde o início da área do euro até meados de 2007. Para 2011, a actual projecção implica que este diferencial seja aproximadamente nulo.

Gráfico 5.3



Fontes: *Consensus Economics* e cálculos do Banco de Portugal.
Nota: As expectativas de inflação, de periodicidade mensal, dizem respeito ao ano a que se referem como um todo.

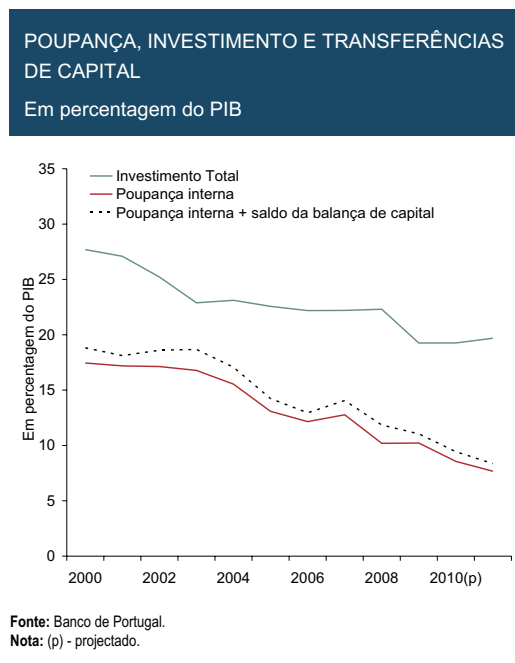
6. BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL

A economia portuguesa apresentou no período a seguir à recessão de 2003 um desequilíbrio persistente e tendencialmente crescente entre os níveis de investimento e poupança interna, o qual implicou um acréscimo das necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa¹⁰ (Gráfico 6.1). Neste contexto, as necessidades de financiamento externo da economia portuguesa, medidas pelo saldo conjunto das balanças corrente e de capital em percentagem do PIB, têm-se mantido num nível elevado por um período prolongado. As actuais projecções apontam para uma diminui-

(9) Os valores tomados como referência para a área do euro correspondem aos pontos médios dos intervalos de projecção publicados no Boletim Mensal de Dezembro do Banco Central Europeu.

(10) Este hiato entre o nível de investimento e poupança interna têm sido, no entanto, parcialmente coberto pelo excedente da balança de capitais, em resultado das transferências de capital do exterior, fundamentalmente associadas às execuções de projectos aprovados ainda no âmbito do Quadro Comunitário de Apoio.

Gráfico 6.1



ção temporária das necessidades de financiamento de 10.5 por cento do PIB, em 2008, para 8.2 por cento, em 2009. De facto, ao longo do horizonte de projecção, as necessidades de financiamento externo devem voltar a aumentar, situando-se em 9.8 e 11.3 por cento do PIB em 2010 e 2011, respectivamente (Gráfico 6.2).

Entre os factores que contribuíram para a redução das necessidades líquidas de financiamento externo em 2009 destacam-se a descida do preço do petróleo, que permitiu um expressivo ganho de termos de troca e, conseqüentemente, uma redução significativa no défice da balança energética (Gráfico 6.3), e a redução das taxas de juro, a qual induziu uma inflexão temporária no perfil ascendente do défice da balança de rendimentos através dos seus efeitos sobre o serviço da dívida.

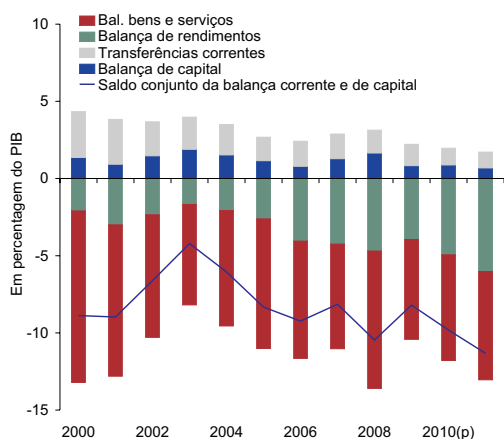
A redução das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa em 2009 reflectiu um agravamento acentuado das necessidades de financiamento das Administrações Públicas, que contrasta com uma redução importante das necessidades de financiamento do sector privado, quer por parte das empresas, quer por parte das famílias, que registaram um aumento significativo da taxa de poupança e uma queda do investimento. O aumento das necessidades de financiamento das Administrações Públicas espelha, no presente contexto de forte quebra da actividade económica, tanto o funcionamento dos estabilizadores automáticos, como as medidas orçamentais de estímulo à economia entretanto implementadas pelas autoridades.

A actual projecção aponta para um novo aumento das necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa em 2010 e em 2011. Este agravamento reflecte, por um lado, uma ligeira deterioração do défice da balança de bens e serviços e, por outro, o progressivo aumento do défice da balança de rendimentos, cuja evolução decorre tanto do aumento gradual e progressivo das taxas de juro subjacente à actual projecção (ver “Secção 2 Hipóteses do exercício de projecção”), como da contínua deterioração da posição de investimento internacional da economia portuguesa.

Com efeito, as elevadas necessidades de liquidas financiamento externo registadas ao longo da última década têm tido como consequência uma deterioração progressiva da posição de investimento in-

Gráfico 6.2

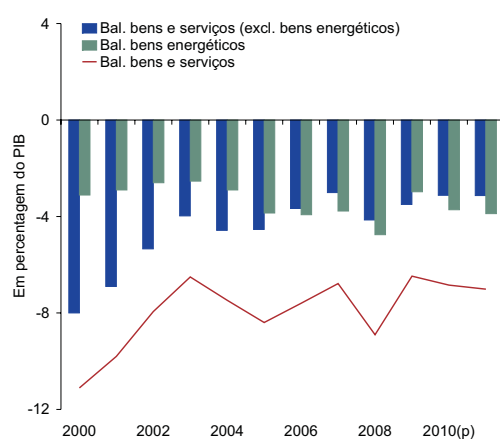
BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL
Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

Gráfico 6.3

BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS E BALANÇA ENERGÉTICA
Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal.
Nota: (p) - projectado.

ternacional da economia portuguesa. O serviço da dívida daí resultante tem absorvido recursos progressivamente crescentes, contribuindo directamente para o alargamento do défice da balança de rendimentos. Este défice, que representava cerca de 2 por cento do PIB em 2000, atingiu um valor próximo de 4.0 por cento do PIB em 2009 e deverá continuar a crescer ao longo do horizonte de projecção cifrando-se em 6 por cento do PIB em 2011.

Conforme referido, o défice da balança de bens e serviços deverá aumentar ligeiramente ao longo do horizonte de projecção, o que é justificado pelo facto de o aumento do preço médio do petróleo ser apenas parcialmente compensado pela redução do défice na balança de bens e serviços não energéticos. Finalmente, em linha com as actuais hipóteses para o perfil das transferências da União Europeia para Portugal (ver “Secção 2 Hipóteses do exercício de projecção”), a actual projecção contempla uma ligeira diminuição do excedente conjunto das balanças de capital e de transferências correntes em 2010 e 2011.

7. ANÁLISE DE RISCOS E INCERTEZA

As projecções publicadas no Quadro 1.1 correspondem aos valores mais prováveis para 2010 e 2011, condicionais ao conjunto de hipóteses apresentadas na “Secção 2 Hipóteses do exercício de projecção”. A possibilidade destas hipóteses não se concretizarem, assim como a eventualidade de ocorrerem factores adicionais com efeitos directos sobre a actual projecção, justificam a avaliação quantitativa de riscos e incerteza apresentada nesta secção.

7.1. Factores de risco e incerteza

A duração, magnitude e implicações da crise económica e financeira internacional configuram no seu conjunto um factor determinante para o comportamento futuro da economia portuguesa. A actual projecção antecipa a manutenção de uma tendência de desanuviamento gradual da situação de tensão nos mercados financeiros ao longo do horizonte de projecção. Esta evolução reflecte *inter alia* o impacto de medidas de estímulo orçamental e o funcionamento dos estabilizadores automáticos, os quais contribuíram, em conjunto, para a deterioração generalizada das contas das Administrações Públicas.

A deterioração das contas das Administrações Públicas a nível global torna premente a implementação de estratégias claras de consolidação orçamental, de forma a evitar que o impacto das medidas de estímulo prejudique de forma severa o crescimento económico futuro, pela persistência de níveis elevados de dívida, os quais poderiam gerar dinâmicas insustentáveis no médio e longo prazos. Assim, esforços acrescidos de consolidação orçamental, que não estejam reflectidos nas hipóteses de enquadramento das actuais projecções, implicam a possibilidade de um menor dinamismo económico no curto prazo, nomeadamente na área do euro, o que implica riscos descendentes sobre a procura externa dirigida às empresas portuguesas no horizonte de projecção. Estes esforços eventuais de consolidação poderão afectar as projecções em 2010 e, em particular, em 2011, após a progressiva deterioração das contas públicas em 2009, à medida que se tornou evidente a contracção marcada da actividade económica.

No que respeita ao caso específico de Portugal, a crise económica e financeira também implicou, à semelhança dos restantes países da área do euro, uma deterioração acentuada das contas das Administrações Públicas, registando-se uma forte quebra da receita e um aumento da despesa¹¹. As hipóteses de enquadramento para 2010 e 2011 relativas às finanças públicas seguem a regra usual no âmbito dos exercícios de projecção do Eurosistema (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”). Num contexto de desanuviamento progressivo das tensões financeiras internacionais, a necessidade de assegurar uma trajectória de redução do desequilíbrio orçamental e de reiniciar uma efectiva consolidação orçamental implica igualmente riscos descendentes sobre a evolução das despesas de consumo final das Administrações Públicas. Deste modo, consideraram-se riscos descendentes sobre esta variável em 2011.

Finalmente, consideraram-se riscos descendentes sobre a procura interna em Portugal em 2010 e 2011. No que respeita às famílias, persistem elevados níveis de incerteza quanto aos níveis de rendimento e riqueza, que poderão implicar crescimentos inferiores aos projectados das despesas de consumo e de investimento tanto em 2010, como em 2011. Em particular, as condições prevalecentes no mercado de trabalho tenderão a ser pautadas por um fraco crescimento do emprego, o que poderá implicar uma maior poupança por motivos de precaução. Adicionalmente, as despesas das famílias poderão ainda ser particularmente afectadas tanto pela adopção de critérios na concessão de crédito mais restritivos do que os implícitos na actual projecção, como pela persistência de prémios de risco mais elevados, decorrentes do seu elevado nível de endividamento. Por seu turno, o comportamento dos bancos portugueses será sempre condicionado pelas condições de financiamento nos mercados por grosso a nível internacional. Estes factores implicam a manutenção de riscos descendentes sobre o consumo privado e o investimento residencial.

(11) Neste contexto, Portugal passou a integrar o grupo de países em situação de défice excessivo. No início de Dezembro de 2009, o Conselho Ecofin adoptou, no âmbito do Artigo 126(6) do Tratado de Lisboa (Artigo 104(6) do Tratado de Maastricht), decisões relativas à existência de défices excessivos na Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Itália, Países Baixos, Portugal e República Checa. Já se encontravam em défice excessivo a Espanha, a França, a Grécia, a Hungria, a Irlanda, a Letónia, a Lituânia, Malta, a Polónia, o Reino Unido e a Roménia.

No que respeita às empresas, considera-se ainda a possibilidade das despesas de investimento poderem ficar abaixo do considerado nas actuais projecções. A incerteza quanto à sustentabilidade da recuperação da economia, num contexto em que a taxa de utilização da capacidade instalada se encontra em níveis reduzidos, poderá suscitar dúvidas acrescidas quanto à capacidade de escoamento futuro da produção, assim como criar expectativas de que uma maior taxa de utilização da capacidade instalada será suficiente para colmatar eventuais acréscimos de procura, condicionando as decisões de investimento no horizonte de projecção. Num contexto de eventual recrudescimento de tensões nos mercados internacionais, este risco poderá também resultar de dificuldades acrescidas no acesso ao financiamento, decorrentes da aplicação de critérios mais exigentes na aprovação de crédito pelos bancos do que os considerados nas actuais projecções.

7.2. Quantificação dos factores de risco

O impacto dos riscos acima descritos pode ser quantificado através da atribuição de probabilidades subjectivas à sua ocorrência. Os riscos descendentes sobre a procura externa dirigida às empresas portuguesas e sobre o consumo das Administrações Públicas serão avaliados em termos de desvios em relação às hipóteses de enquadramento assumidas, enquanto os riscos específicos sobre o consumo e o investimento serão considerados em termos de desvios em relação à projecção central incluída no Quadro 1.1.

Para os riscos com origem no enquadramento internacional da economia portuguesa, considerou-se uma probabilidade de 55 por cento, em 2010, e de 60 por cento, em 2011, do crescimento da procura externa se situar abaixo do considerado na projecção (Quadro 7.2.1). No caso do consumo das Administrações Públicas, esta probabilidade foi de 60 por cento em 2011. Quanto ao consumo privado, assim como ao investimento, considerou-se uma probabilidade de 55 por cento destas despesas ficarem abaixo dos níveis projectados, quer em 2010 quer em 2011. Esta quantificação pressupõe, no que respeita ao consumo, um crescimento inferior ao projectado nos próximos dois anos, enquanto no caso do investimento pressupõe uma maior queda em 2010 e uma recuperação menos acentuada em 2011.

O impacto dos riscos subjectivos considerados está quantificado no Quadro 7.2.2. De acordo com a metodologia de cálculo utilizada, existe uma probabilidade de 55 e de 59 por cento em 2010 e 2011, respectivamente, do crescimento do PIB ficar abaixo da actual projecção¹². A possibilidade da procura externa ser inferior ao incluído nas hipóteses de enquadramento implica, em particular, um aumento da probabilidade das exportações registarem uma variação menos favorável no horizonte de projecção. Os riscos sobre as despesas de consumo das Administrações Públicas em 2011 têm um efeito directo sobre a avaliação quantitativa dos riscos para o crescimento da actividade. A possibilidade do consumo e do investimento ficarem abaixo da actual projecção reforça este risco e contribui para que a probabilidade do crescimento do PIB ficar abaixo do projectado seja superior a 50 por cento (Gráfico 7.2.1).

No que se refere à taxa de inflação (Quadro 7.2.2 e Gráfico 7.2.2), os riscos associados à actual projecção encontram-se relativamente equilibrados, verificando-se que a probabilidade do crescimento ficar abaixo ou acima da actual projecção é muito similar.

(12) A metodologia utilizada nesta secção, a qual substitui a anteriormente utilizada, foi publicada em M. Pinheiro e P. Esteves (2008), "On the Uncertainty and Risks of Macroeconomic Forecasts: Combining Judgements with Sample and Model Information", Banco de Portugal, *Working Paper* 21. A anterior metodologia foi publicada em A. Novo e M. Pinheiro (2003), "Uncertainty and Risk Analysis of Macroeconomic Forecasts", Banco de Portugal, *Working Paper* 19.

Quadro 7.2.1

PROBABILIDADES SUBJECTIVAS DOS FACTORES DE RISCO
Em percentagem

	2010	2011
Variáveis condicionantes		
Procura externa	55	60
Consumo Adm. Públicas	50	60
Variáveis endógenas		
Consumo privado	55	55
FBCF	55	55

Fonte: Banco de Portugal.

Quadro 7.2.2

PROBABILIDADE DE UMA REALIZAÇÃO INFERIOR À DA PROJEÇÃO
Em percentagem

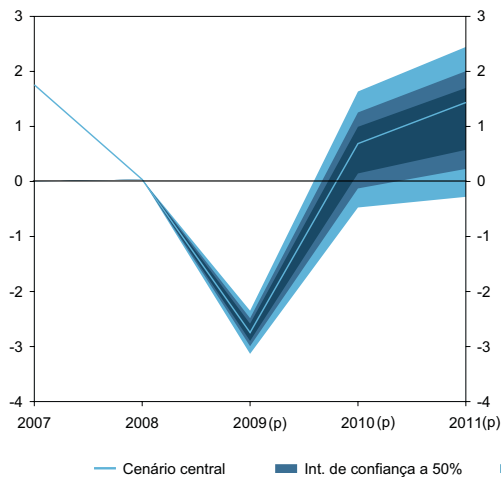
	Pesos 2008 (%)	2010	2011
Produto Interno Bruto			
Consumo privado	67	55	58
FBCF	22	57	59
Exportações	33	52	59
Importações	43	54	62
IHPC		49	50

Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 7.2.1

PRODUTO INTERNO BRUTO

Taxa de variação anual, em percentagem



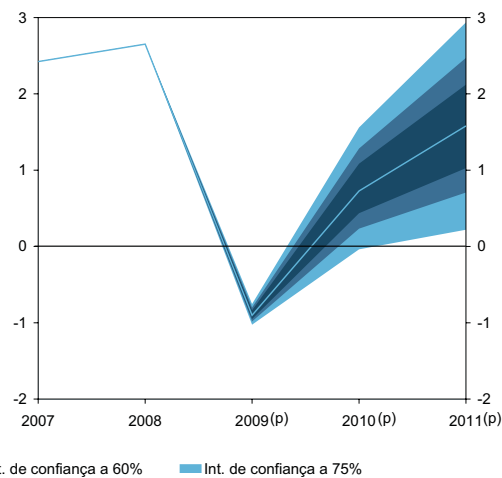
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (p) - projectado.

Gráfico 7.2.2

ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxa de variação anual, em percentagem



8. CONCLUSÃO

A actual projecção para a economia portuguesa aponta para uma recuperação da actividade económica, que deverá crescer a níveis moderados ao longo do horizonte de projecção. Esta dinâmica tem subjacente uma progressiva dissipação da crise financeira nos mercados internacionais ao longo do horizonte de projecção e uma reversão gradual do grau de aversão ao risco à escala global. Estes desenvolvimentos transmitir-se-ão à economia portuguesa tanto pela recuperação da procura externa dirigida às empresas a operar em Portugal, como pela melhoria das condições de financiamento das famílias e empresas portuguesas, decorrente *inter alia* de condições mais favoráveis no acesso dos bancos aos mercados de financiamento por grosso, embora mais restritivas que as prevaletentes no período imediatamente anterior à eclosão da crise financeira. Deve-se destacar, no entanto, que no contexto da crise económica e financeira a nível global, a economia portuguesa apresentou alguns factores de robustez, em particular a ausência de sobrevalorização dos preços no mercado imobiliário e a manutenção de uma situação relativamente favorável do sistema bancário português no quadro europeu. No que respeita à inflação, a economia portuguesa registou em 2009 uma queda dos preços no consumidor em termos médios anuais, reflectindo as condições de procura e mantendo um diferencial negativo face à média da área do euro. A actual projecção aponta para um aumento dos preços no consumidor já a partir de 2010, decorrente tanto da evolução projectada para os preços das importações, como de alguma recuperação das margens de lucro, num contexto de moderação salarial.

A recuperação da actividade económica em Portugal enfrenta, no entanto, desafios que vão muito para além de elementos de cariz conjuntural associados à evolução dos mercados financeiros e da actividade económica a nível global. Por um lado, a crise financeira internacional poderá ter tido um impacto negativo quer sobre o nível de equilíbrio da actividade mundial, quer sobre a dinâmica de crescimento do produto potencial das economias, o que não deixará de condicionar as perspectivas de crescimento da procura também em Portugal. Por outro lado, a economia portuguesa tem revelado fragilidades de natureza estrutural ao longo da última década, cujo impacto se tem manifestado num progressivo abrandamento do produto tendencial e na interrupção do processo de convergência real, para os níveis de rendimento registados, em média, na área do euro. As fragilidades estruturais que resultam *inter alia* de um baixo nível de qualificação da mão-de-obra, do funcionamento dos mercados de trabalho e do produto e do sistema judicial, têm prejudicado o investimento com maior conteúdo tecnológico, nomeadamente investimento estrangeiro, o qual se revelou no passado crucial para assegurar um crescimento sustentado da produtividade total dos factores e do produto potencial. Adicionalmente, o baixo nível de capital humano da população em idade activa limita a sua capacidade de requalificação e de reafecção para sectores com maiores perspectivas de crescimento da procura, o que tenderá a traduzir-se numa maior persistência do recente aumento do desemprego estrutural, limitando o contributo do factor trabalho para o crescimento do produto.

Neste contexto, perspectiva-se como fundamental a melhoria dos sistemas de educação e de justiça, assim como a implementação plena das recentes reformas da legislação laboral. Adicionalmente, seria importante assegurar uma regulamentação mais efectiva do mercado do produto de forma a aumentar os níveis de concorrência na economia. Apenas pela implementação de reformas nestas áreas será possível criar condições para uma melhor afectação de recursos, a qual se afigura fundamental para restaurar a competitividade internacional da economia portuguesa, promover o aumento da produtividade e a criação sustentada de emprego.

Adicionalmente, a prossecução de um quadro de estabilidade macroeconómica orientado para o crescimento exige a apresentação de uma estratégia clara e credível de consolidação orçamental, numa perspectiva de médio prazo. Neste âmbito, assume relevância a racionalização das despesas do sector público, a continuação do aumento do grau de eficiência da administração fiscal, assim como a implementação plena das regras estabelecidas na reforma do sistema público de segurança social, de forma a garantir a sustentabilidade da situação orçamental.

Por fim, o dinamismo da recuperação da actividade económica e a criação de emprego, numa pequena economia aberta plenamente integrada em termos económicos e financeiros, depende crucialmente da sua capacidade para tirar partido da recuperação da procura mundial. Neste contexto, é fundamental que os agentes económicos interiorizem o papel da evolução salarial no aumento da competitividade da economia portuguesa, a qual deve ser consistente com os diferenciais de produtividade face aos principais parceiros comerciais.

As actuais perspectivas para a evolução da economia portuguesa permanecem rodeadas de um elevado grau de incerteza, persistindo riscos descendentes sobre a actividade económica. Estes riscos decorrem tanto da envolvente internacional *per se*, como da incerteza sobre o impacto que poderá resultar da sua interacção com as fragilidades de natureza estrutural da economia portuguesa. No que respeita à envolvente internacional, persiste uma elevada incerteza sobre o impacto da reversão das medidas de estímulo monetário e orçamental adoptadas em 2008 e 2009 sobre a actividade económica no horizonte de projecção. Adicionalmente, é difícil perspectivar o impacto da crise financeira tanto sobre o nível de equilíbrio da actividade económica, como sobre a própria dinâmica de crescimento do produto potencial. Por fim, o elevado endividamento do sector privado, num contexto de aumento substancial da dívida do sector público e baixo crescimento tendencial, pode implicar condições de financiamento nos mercados internacionais menos favoráveis, traduzindo-se num aumento dos prémios de risco.



ARTIGOS

As Expectativas da Política Monetária e os Ciclos de Expansão-Queda no Mercado Habitacional

A Reacção dos Preços a Choques: Evidência com Base em Dados Microeconómicos

Os Efeitos Redistributivos do Iva em Portugal

Análise de Revisões: O Caso Das Exportações e Importações Portuguesas

AS EXPECTATIVAS DA POLÍTICA MONETÁRIA E OS CICLOS DE EXPANSÃO-QUEDA NO MERCADO HABITACIONAL*

Caterina Mendicino**

1. INTRODUÇÃO

Os ciclos de expansão-queda nos preços dos activos e na actividade económica têm sido um tema central nos debates académicos e de política, tendo sido dada uma atenção especial ao comportamento dos preços da habitação e ao investimento em habitação. Neste artigo documentamos que, ao longo das três últimas décadas, os ciclos de expansão-queda nos preços da habitação nos Estados Unidos têm sido caracterizados por dinâmicas cíclicas no PIB, no consumo, no investimento e no investimento em habitação. Também sugerimos um mecanismo para modelar os ciclos de expansão-queda do mercado da habitação, de acordo com este padrão empírico. A nossa explicação assenta num mecanismo de “choque noticioso”, onde os sinais de fundamentos futuros levam a flutuações através de alterações nas expectativas das famílias, com os ciclos de expansão-queda a emergirem quando os sinais não se realizam *ex-post*.

Este artigo relaciona-se com duas tendências recentes na literatura dos ciclos económicos: a primeira sobre os ciclos gerados por expectativas e a segunda sobre as flutuações do mercado da habitação. Beaudry e Portier (2004, 2006) foram os primeiros a documentar que os movimentos nos preços das acções antecipam um crescimento futuro na produtividade total dos factores e que esse tipo de dinâmica é acompanhado por um forte crescimento macroeconómico. Desde esta sua contribuição crucial, um ramo crescente da literatura sobre os ciclos económicos investigou o papel de alterações nas expectativas, ou de notícias sobre o estado futuro da economia, como fontes do ciclo económico. As alterações nas expectativas podem ser um mecanismo importante na geração das flutuações, se induzirem movimentos pró-cíclicos no consumo, nas horas trabalhadas e no investimento. Na realidade, é um facto empírico bem estabelecido que o consumo, as horas trabalhadas e o investimento variam fortemente em sintonia com o produto, ao longo do ciclo económico. No entanto, tal como indicado por Beaudry e Portier (2004), a estrutura habitual dos modelos de ciclos económicos reais (*Real Business Cycles*) é incapaz de explicar ciclos económicos conduzidos por expectativas. Na realidade, o efeito riqueza, gerado por expectativas de uma produtividade mais elevada no futuro, leva a que o consumo e o trabalho se movam em direcções opostas. Em resultado, o produto e o investimento caem. Consequentemente, os modelos habituais não conseguem gerar ciclos económicos conduzidos por alterações nas expectativas. Vários autores investigaram quais as hipóteses que podem causar ciclos económicos conduzidos por expectativas num ambiente neoclássico simples. A maioria dos

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

estudos propõe pressupostos alternativos nas preferências e/ou na produção. Outra limitação do quadro dos modelos de ciclos económicos reais é a incapacidade de gerar um aumento no preço do capital, juntamente com um aumento no consumo, nas horas trabalhadas e no investimento. Christiano, Ilut, Motto, e Rostagno (2007) documentaram a importância dos salários rígidos e de uma política monetária com um objectivo de inflação na criação de ciclos de expansão-queda no produto e nos preços dos activos, em resposta às notícias que não se realizam.

A literatura relacionada com as dinâmicas dos preços da habitação e com as fricções financeiras, ao nível das famílias, expandiu-se consideravelmente nos últimos anos. Desde Kiyotaki e Moore (1997) que a utilização de modelos com restrições de colateral e com heterogeneidade do factor de desconto é generalizadamente utilizada na literatura de ciclos económicos. Apoiando-se nessa estrutura, Iacoviello (2005) documentou pela primeira vez a relevância dos contratos de dívida nominal e das restrições de colateral, relacionadas com os valores da habitação, na reprodução de uma resposta positiva da despesa perante um choque nos preços da habitação. Aquele autor replicou também a resposta lenta da despesa real face a um choque inflacionista. Campbell e Hercowitz (2005) mostraram que a dívida colateralizada das famílias tinha um papel na explicação do declínio da volatilidade do produto, do consumo e das horas trabalhadas. Mais recentemente, Iacoviello e Neri (2009) apresentaram um modelo estimado que explica, com sucesso, tanto as tendências como as flutuações de curto prazo nos preços reais da habitação e no investimento, ao longo das últimas quatro décadas nos Estados Unidos. De acordo com as suas conclusões, a volatilidade dos investimentos em habitação e dos preços das casas é explicada, entre 15 e 20 por cento, por factores monetários.

Neste artigo, estendemos o modelo de Iacoviello e Neri (2009), incluindo expectativas dos desenvolvimentos futuros da política monetária. Mostramos que as alterações nas expectativas sobre a taxa de juro futura e sobre o objectivo de inflação podem gerar ciclos de expansão-queda nos preços da habitação e nos agregados, tais como o PIB, o consumo, as horas trabalhadas e o investimento.

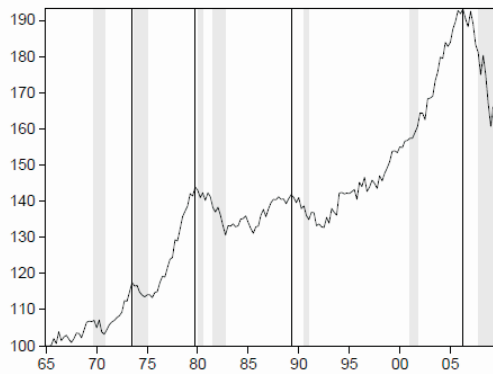
O objectivo deste artigo é tentar perceber o papel das expectativas da política monetária na formação dos ciclos de expansão-queda no mercado habitacional. O artigo é um sumário das pesquisas recentes de Lambertini, Mendicino e Punzi (2009) e está organizado do seguinte modo. A Secção 2 estuda o comportamento cíclico dos preços da habitação e do investimento em habitação nos Estados Unidos, durante as últimas três décadas. A Secção 3 descreve o modelo. A Secção 4 investiga a ocorrência de ciclos de expansão-queda, como consequência das expectativas sobre a taxa de juro da autoridade monetária. A Secção 5 analisa o efeito do grau da fricção no mercado do crédito para a formação do ciclo de expansão-queda, e a Secção 6 conclui.

2. FACTOS EMPÍRICOS

Nesta secção investigamos a dinâmica macroeconómica durante períodos de ciclos de expansão-queda nos preços da habitação nos Estados Unidos. O Gráfico 1 mostra os preços reais da habi-

Gráfico 1

PREÇOS REAIS DA HABITAÇÃO, 1965:1 A 2009:2,
EUA



Fonte: Census Bureau.

Nota: As linhas verticais indicam os 4 picos.

tação nos Estados Unidos, ao longo do período entre 1965:1 e 2009:2¹. Os preços reais da habitação apresentam vários episódios de expansão-queda, nomeadamente períodos de crescimento mais rápido do que a tendência, seguidos por períodos caracterizados por uma queda nos preços. Identificámos quatro picos nos preços reais da habitação nos Estados Unidos: 1973:3; 1979:4; 1989:2; 2006:2. As linhas verticais no Gráfico 1 indicam as datas dos picos². É interessante notar que os picos nos preços reais da habitação são seguidos por recessões. As áreas a cinzento, no Gráfico 1, indicam as datas da recessão, de acordo com o *National Bureau of Economic Research*.

Estamos interessados em caracterizar o comportamento de várias variáveis macroeconómicas durante os episódios de expansão-queda. Considerámos as seguintes variáveis: preços reais da habitação; PIB *per capita* real; consumo privado real; investimento privado fixo residencial real; investimento privado fixo não-residencial real; horas trabalhadas no sector da construção; horas trabalhadas no sector de consumo de bens; a taxa de juro de curto prazo, a inflação do IPC e os salários reais como desvios face à tendência.

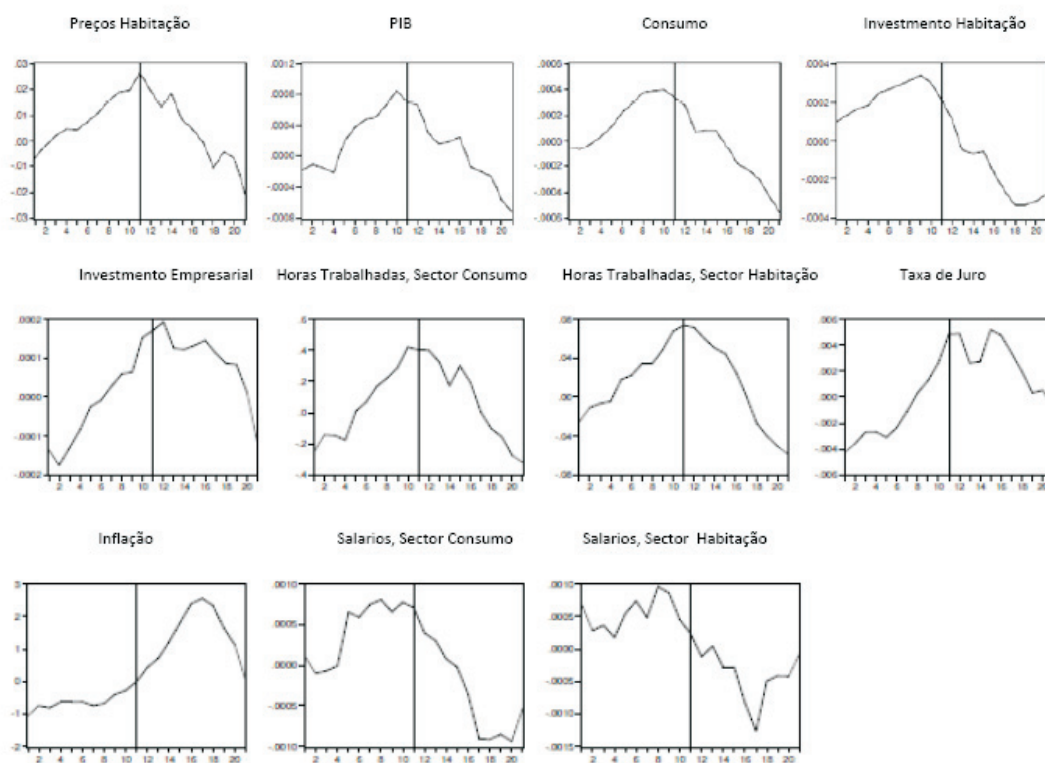
Considerámos o comportamento médio destas séries, ao longo dos quatro episódios de pico. Transformámos as variáveis em desvios face à tendência calculada com o filtro Hodrick-Prescott. Depois calculámos o comportamento médio, ao longo do intervalo de 22 períodos em torno dos quatro episódios de pico na habitação. O Gráfico 2 mostra que os episódios de expansão-queda na habitação são acompanhados por um comportamento acima ou abaixo da tendência de algumas variáveis. Na realidade, os preços reais da habitação, o PIB real, o consumo privado e o investimento, tanto o residencial e o não-residencial, ficam abaixo da tendência no final da fase de queda. Para além disso, o PIB

(1) Os preços reais da habitação são dados pelo *Census Bureau House Price Index*, o qual mede o preço das habitações novas, de família única, vendidas incluindo o valor do terreno, dividido pelo deflador de preços implícito para o sector de actividade não-agrícola.

(2) Definimos um pico como sendo o máximo centrado nos preços reais da habitação, num intervalo de 21 trimestres, excluindo os pontos finais.

Gráfico 2

COMPORTAMENTO MÉDIO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS MACROECONÓMICAS DESSAZONALIZADAS, EM TORNO DOS CICLOS DE EXPANSÃO-QUEDA DOS PREÇOS DA HABITAÇÃO



Fonte: Federal Reserve Fund – Saint Louis (FRED2), Bureau of Labour Statistics (BLS) and Bureau Economic Analysis (BEA), Census Bureau .

Notas: Os eixos verticais medem os desvios à tendência, enquanto que os eixos horizontais representam os trimestres. A linha vertical indica o pico nos preços da habitação.

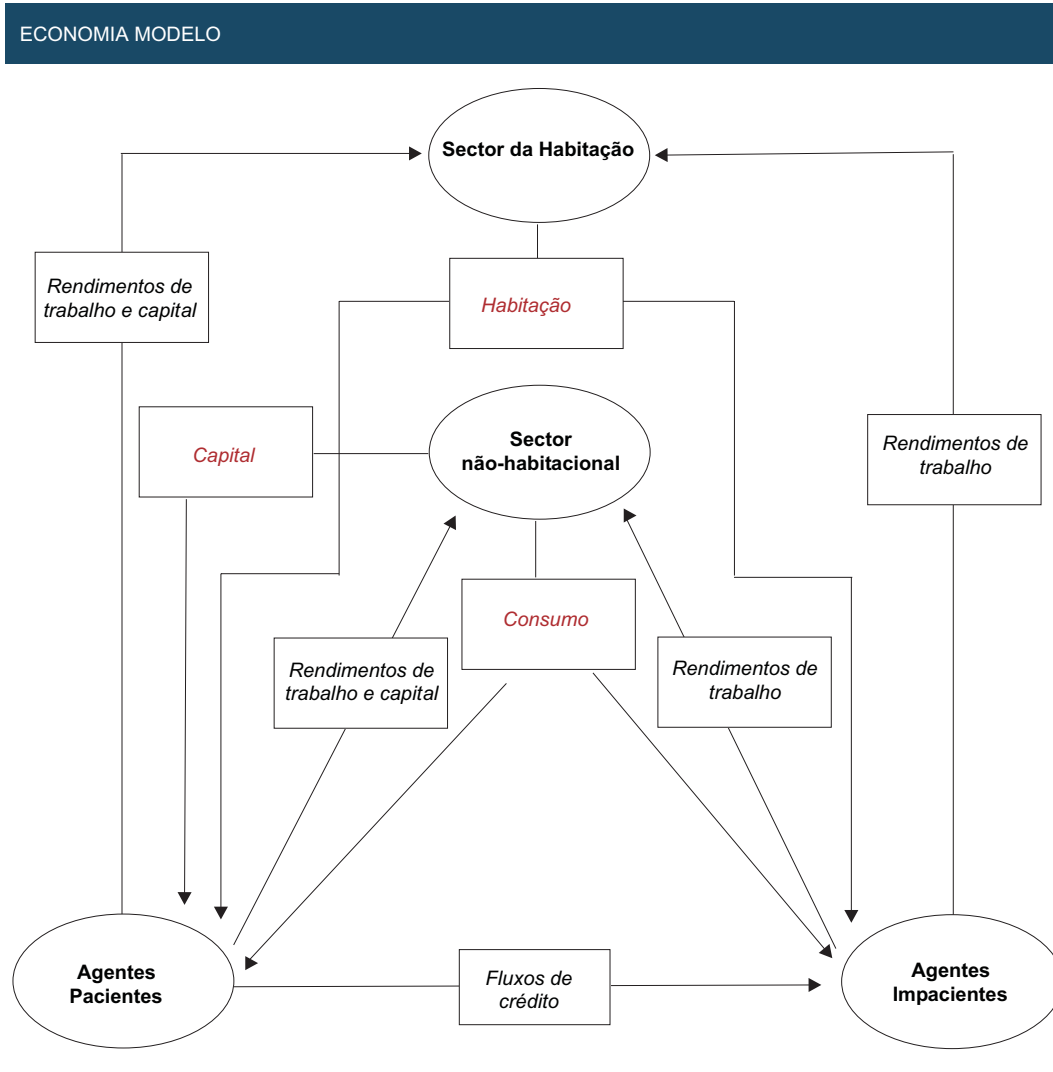
real, o consumo privado e o investimento fixo residencial e não-residencial privado real acompanham os preços reais da habitação, numa dinâmica em forma de sino. Para uma análise mais pormenorizada sobre este tópico veja Lambertini, Mendicino e Punzi (2009). Várias hipóteses podem ser consistentes com os factos empíricos apresentados nesta secção. Neste artigo, apresentamos uma das fontes possíveis de formação deste ciclo expansão-queda.

3. O MODELO

Nesta secção descrevemos o modelo que representa a economia. Consideramos uma economia composta por famílias, produtores de bens finais para consumo e para investimento e um banco central. A estrutura segue Iacoviello e Neri (2009). Ver Gráfico 3 para uma ilustração do modelo.

Famílias. A economia é composta por dois tipos de famílias: Um primeiro tipo tem uma maior preferência por poupança (Pacientes) e concede empréstimos a um segundo grupo de agentes com maior preferência por consumo hoje (Impacientes). Os dois tipos de famílias diferem na taxa de

Gráfico 3



desconto (β e β'). Os Impacientes, indicados por', apresentam uma taxa de desconto subjectiva relativamente menor que, em equilíbrio, gera um incentivo para antecipar consumo futuro, utilizando empréstimos. Consequentemente, a heterogeneidade *ex-ante* induz fluxos de crédito entre os dois tipos de agentes. Esta característica do modelo foi introduzida nos modelos macro por Kiyotaki e Moore (1997) e alargada por Iacoviello (2005) a uma estrutura de ciclos económicos com investimento em habitação. Ambos os tipos de famílias trabalham na produção de bens de consumo, $n'_{c,t}$ e de habitação, $n'_{h,t}$ consomem, c'_t e acumulam habitação, h'_t .

O agente **Impaciente** maximiza a função de utilidade:

$$U_t = E_t \sum_{t=0}^{\infty} \beta'^t \left[\ln(c'_t - \varepsilon' c'_{t-1}) + j \ln(h'_t) - \frac{\tau}{1+\eta'} \left\{ (n'_{c,t})^{1+\xi'} + (n'_{h,t})^{1+\xi'} \right\}^{\frac{1+\eta'}{1+\xi'}} \right]$$

sujeita à restrição orçamental:

$$c'_t + q_t [h'_t - (1 - \delta_h)h'_{t-1}] - b'_t \leq \frac{w'_{c,t}n'_{c,t}}{X'_{wc,t}} + \frac{w'_{h,t}n'_{h,t}}{X'_{wh,t}} - \frac{R_{t-1}b'_{t-1}}{\pi_t}$$

Admitimos que os agentes Impacientes utilizam uma garantia sobre o valor do stock de habitação.

$$b'_t \leq mE_t \frac{q_{t+1}\pi_{t+1}h'_t}{R_t} \tag{1}$$

Excepto a taxa de juro nominal bruta, R , todas as variáveis são expressas em termos reais; π_t é a inflação bruta (P_t/P_{t-1}), $w'_{c,t}$ e $w'_{h,t}$ são os salários pagos nos dois sectores de produção e q_t é o preço da habitação em termos reais. As casas depreciam-se a uma taxa δ_h e j determina o peso relativo na função utilidade dos serviços de habitação. São introduzidos limites aos empréstimos supondo que as famílias não podem pedir emprestado mais do que uma fracção do valor do total da habitação do período seguinte (ver equação 1). A fracção m , ou o rácio empréstimo-valor da habitação, não deve exceder 1 e é tratada como exógena ao modelo. Pode ser interpretada como sendo os custos judiciais totais do credor, em caso de insolvência do devedor, e representa o grau de acesso ao mercado de crédito da economia. A restrição aos empréstimos é consistente com os critérios normalmente utilizados nos mercados hipotecários e de empréstimos ao consumo.

Os **agentes Pacientes** escolhem quanto consumir, trabalhar e comprar habitação, enfrentando um problema semelhante aos restantes agentes. No entanto, eles também investem em capital e recebem dividendos das empresas.

Empresas. As empresas produtoras de produtos finais produzem bens não-duradouros (Y) e casas novas (IH). Ambos os sectores utilizam tecnologia descrita por funções Cobb-Douglas. O sector da habitação utiliza capital, k , terra, l , e trabalho oferecido pelos agentes Pacientes, n , e pelos agentes Impacientes, n' , como factores de produção.

$$IH_t = (n_{h,t}^\alpha + n'^{1-\alpha}_{h,t})^{1-\mu_h} (z_{h,t}k_{h,t-1})^{\mu_h} k_b^{\mu_b} l_{t-1}^{\mu_l}$$

O sector não-habitacional produz consumo e capital, utilizando trabalho e capital.

$$Y_t = (n_{c,t}^\alpha + n'^{1-\alpha}_{c,t})^{1-\mu_c} (z_{c,t}k_{c,t-1})^{\mu_c}$$

As empresas pagam salários às famílias e pagam ainda o capital emprestado aos agentes Pacientes. As empresas de bens não habitacionais são detidas pelos agentes Pacientes, diferenciam os bens finais e actuam num mercado de concorrência monopolística. Os preços podem ser ajustados *a la Calvo* com probabilidade $1 - \theta_\pi$, em cada período. A concorrência monopolística e rigidez de preços *a la Calvo* conduz à seguinte curva de Philips:

$$\ln \pi_t - \nu_\pi \ln \pi_{t-1} = \beta (E_t \ln \pi_{t+1} - \nu_\pi \ln \pi_t) - \epsilon_\pi \ln (X_t / X)$$

onde $\epsilon_{\pi} = \frac{(1-\theta)(1-\beta\theta_{\pi})}{\theta_{\pi}}$ e X_t representa a margem sobre o preço.

As famílias fixam os salários também em concorrência monopolística. Os salários podem ser ajustados *a la Calvo*, com uma determinada probabilidade em cada período. Pressupõe-se ainda que os preços da habitação são flexíveis.

Autoridade Monetária. Assumimos que o banco central segue uma regra monetária do tipo Taylor, tal como estimada por Iacoviello e Neri (2009)

$$R_t = R_{t-1}^{r_R} \pi_t^{(1-r_R)r_{\pi}} \left(\frac{PIB_t}{PIB_{t-1}} \right)^{(1-r_R)r_y} rr^{(1-r_R)} \frac{u_{R,t}}{S_t} \quad (2)$$

onde rr é a taxa de juro real estacionária $u_{R,t}$ é um choque da política monetária i.i.d.. O objectivo do banco central não é constante ao longo o tempo e é sujeito a um choque AR(1), S_t

$$S_t = (1-\rho_s)S_{t-1} + u_{s,t} \quad (3)$$

o PIB é definido como a soma do consumo e do investimento, a preços constantes. Assim

$$PIB_t = C_t + IK_t + qIH_t,$$

onde q são os preços reais da habitação no estado estacionário.

4. A POLÍTICA MONETÁRIA E OS CICLOS DE EXPANSÃO-QUEDA NO MERCADO HABITACIONAL

De modo a introduzirmos as expectativas sobre os desenvolvimentos da política monetária futura, assumimos que o choque monetário é dado por uma componente não antecipada, $\epsilon_{z,t}$ e a alteração antecipada é apresentada n trimestres em avanço, $\epsilon_{z,t-n}$,

$$u_{z,t} = \epsilon_{z,t} + \epsilon_{z,t-n},$$

onde $\epsilon_{z,t}$ é i.i.d. e $Z = \{R, s\}$. Assim, por exemplo, $\epsilon_{R,t}$ representa um choque corrente na taxa de juro de política monetária. Por oposição, $\epsilon_{R,t-n}$ é a antecipação, no momento t , de uma alteração naquela taxa de juro em $t+n$.

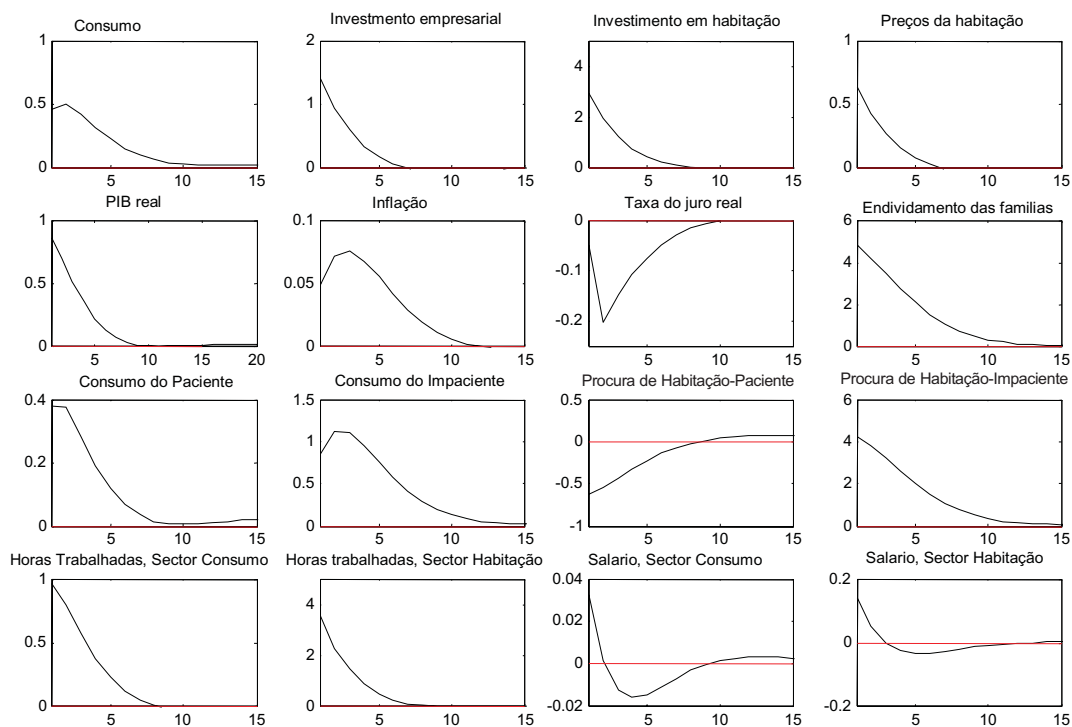
4.1. Expectativas em relação à política monetária expansionista futura

De modo a desenvolver uma intuição relativamente à dinâmica do modelo, primeiro apresentamos a resposta a uma diminuição não esperada na taxa de juro corrente – *i.e.*, um choque negativo à regra de política ($\epsilon_{R,t} < 0$). Uma diminuição na taxa de juro induz os agentes a aumentar a despesa corrente. A procura agregada aumenta. Os agentes Impacientes aumentam significativamente o nível de endividamento e de investimento em habitação. Os preços da habitação aumentam e o efeito de colateral resultante induz um aumento significativo no consumo dos agentes Impacientes (ver Gráfico 4).

Gráfico 4

RESPOSTA DA ECONOMIA MODELO A UM CHOQUE NEGATIVO DA POLÍTICA MONETÁRIA NUM ÚNICO PERÍODO

Política Monetária: Choque Actual



Fonte: Cálculos da autora.

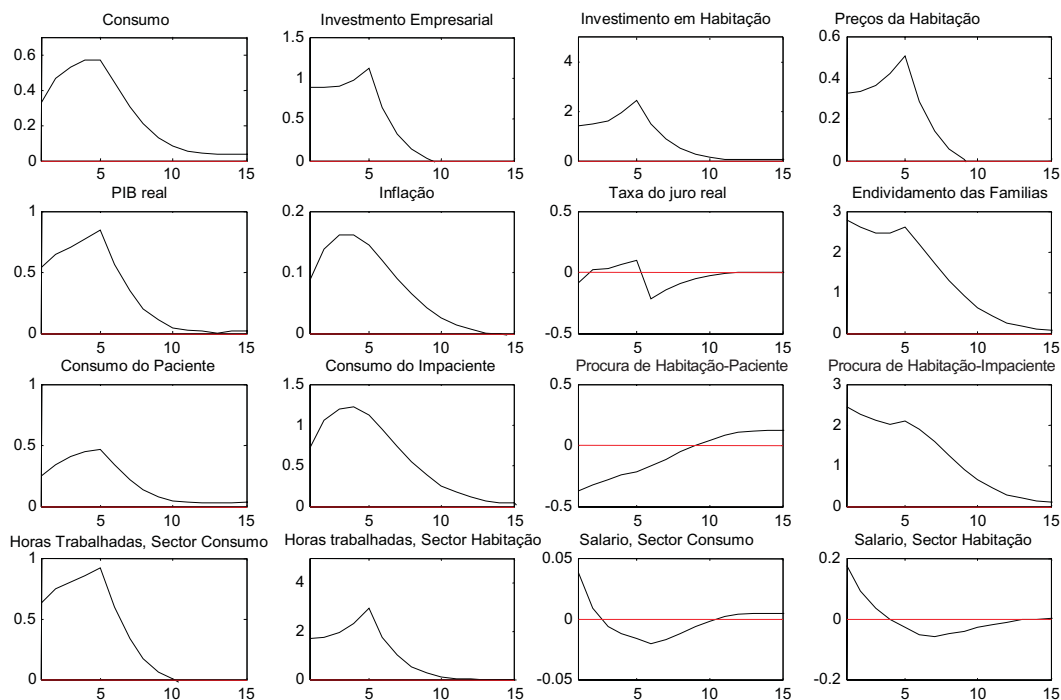
Nota: Os eixos verticais medem os desvios ao estado constante, enquanto que os eixos horizontais apresentam os trimestres.

Qual o papel da expectativa de uma redução futura da taxa de juro nas flutuações económicas do mercado da habitação? O Gráfico 5 relata o efeito de uma diminuição antecipada na taxa de juro nominal ($\varepsilon_{R,t-4} < 0$). O Gráfico 6 ilustra o caso no qual uma queda esperada na taxa de juro acaba por não se verificar, e no momento $t = 4$ não existe redução na taxa de juro. As expectativas de uma redução na taxa de juro geram uma expansão económica que se transforma numa queda, se as expectativas dos agentes não forem verificadas *ex-post*. A intuição é a seguinte. Expectativas de taxas de juro mais baixas geram expectativas de uma diminuição na taxa de juro real futura. Consequentemente, os agentes Impacientes antecipam este efeito e aumentam o seu consumo actual. A procura aumenta e leva a um aumento da inflação corrente. A taxa de juro real *ex-post* diminui, reduzindo o serviço da dívida. A antecipação de uma política monetária expansionista cria também expectativas de preços de habitação mais elevados no futuro que induzem, ainda mais, os agentes Impacientes a aumentar a procura corrente de habitações e, consequentemente, o endividamento. Devido aos limites ao crédito, os agentes Impacientes aumentam a oferta de trabalho, de modo a aumentar os fundos internos para investimento em habitação. Os agentes que emprestam enfrentam uma redução nos seus rendimentos correntes e esperados em juros. Assim, para este grupo de agentes, o consumo

Gráfico 5

RESPOSTA DA ECONOMIA MODELO A UM CHOQUE NEGATIVO DA POLÍTICA MONETÁRIA ANTECIPADO 4 PERÍODOS ANTES

Política Monetária: Antecipada



Fonte: Cálculos da autora.

Nota: Os eixos verticais medem os desvios ao estado constante, enquanto que os eixos horizontais apresentam os trimestres.

umenta menos, o investimento em habitação corrente diminui e a sua oferta de trabalho aumenta significativamente.

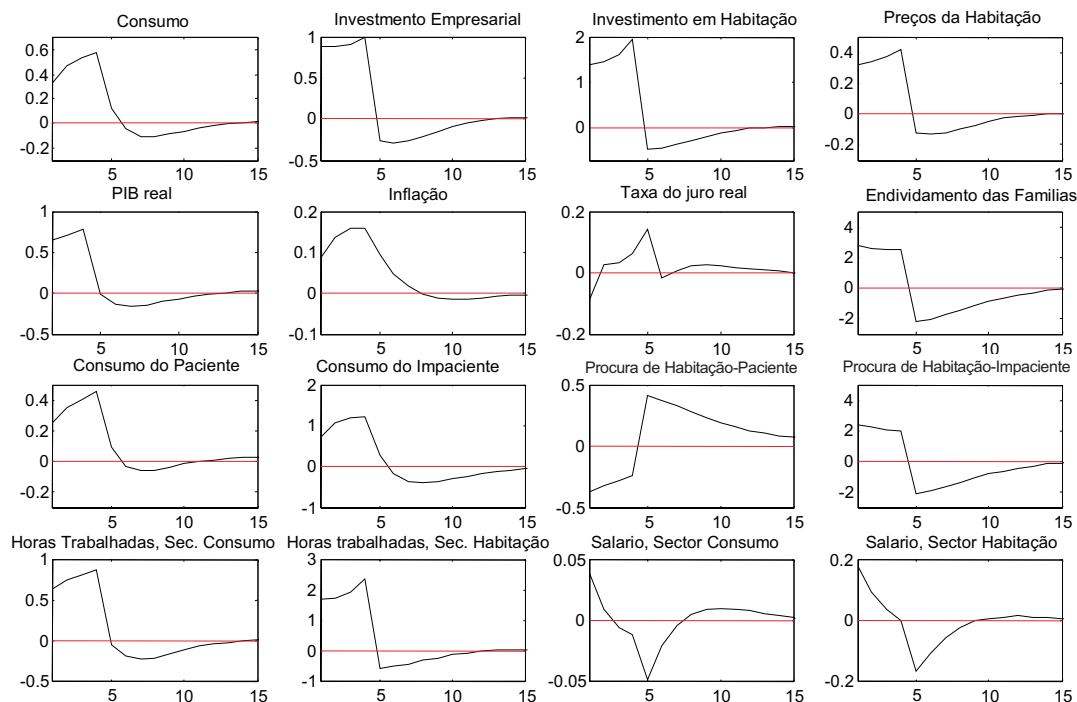
Devido à presença de custos de ajustamento de capital, as empresas começam a ajustar o capital quando as notícias sobre uma redução futura da taxa de juro se espalham. Para que o aumento no investimento seja acompanhado por um aumento nas horas trabalhadas, os salários aumentam em ambos os sectores. O aumento do investimento nas empresas e do investimento no mercado habitacional faz com que o PIB aumente no momento do sinal. Como resultado do aumento da inflação corrente e do aumento no PIB, a taxa de juro aumenta no momento da antecipação do choque, e declina apenas no momento da ocorrência do choque.

No caso de um choque antecipado, as variáveis agregadas aumentam ao longo do tempo e a seguir declinam lentamente. O pico da resposta no produto corresponde ao momento no qual as expectativas se realizam. Em contraste, se as expectativas não se realizam existe uma queda dramática tanto nas quantidades como nos preços. Assim, as expectativas de uma política monetária menos restritiva, quando não se realizam, geram um ciclo de expansão-queda.

Gráfico 6

RESPOSTA DA ECONOMIA MODELO A UM CHOQUE NEGATIVO DA POLÍTICA MONETÁRIA ANTECIPADO 4 PERÍODOS ANTES QUE NÃO ACONTECE

Política Monetária: Não Realizada



Fonte: Cálculos da autora.

Nota: Os eixos verticais medem os desvios ao estado constante, enquanto que os eixos horizontais apresentam os trimestres.

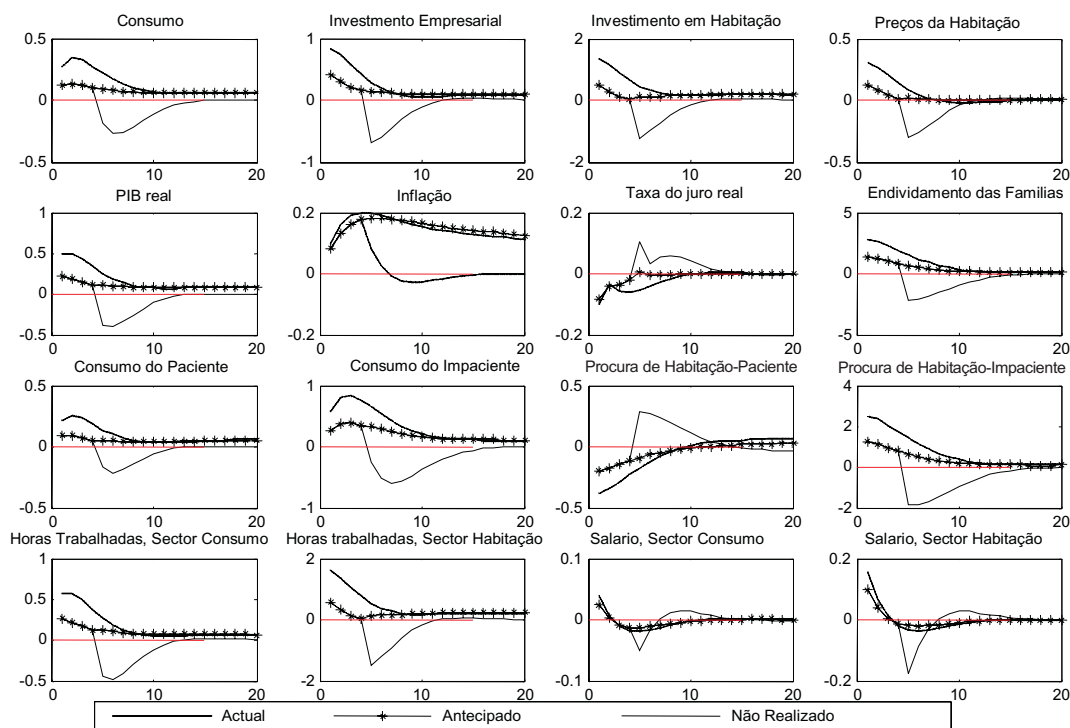
4.2. Expectativas de uma alteração no objectivo de inflação do banco central

O Gráfico 7 documenta o efeito da expectativa de um aumento, temporário mas persistente, do objectivo de inflação do banco central. A antecipação de um objectivo mais elevado para a inflação significa uma inflação esperada mais elevada no longo prazo. Como os preços não são flexíveis, as empresas que podem alterar os preços no período corrente ajustam de imediato os preços para cima. Assim, as expectativas de uma inflação mais elevada no futuro aumentam a inflação logo no período corrente. As expectativas de uma redução futura na taxa de juro real, acompanhada de uma redução corrente na taxa, induzem um aumento no endividamento das famílias e, conseqüentemente, um maior consumo e despesas maiores em habitação. Os preços da habitação e o investimento no mercado habitacional aumentam. Devido aos custos de ajustamento do capital, as empresas começam a ajustar o capital a partir do momento em que as notícias se espalham. Os salários reais e as horas trabalhadas aumentam. A economia experimenta uma expansão. Após o choque ter acontecido, todas as variáveis regressam, lentamente, aos seus níveis iniciais. O Gráfico 7 apresenta também o comportamento da economia quando as notícias sobre o objectivo futuro do banco central não se realizam (o objectivo não aumenta no período 4). Tal como esperado, no momento $t=5$ as quantidades e os

Gráfico

RESPOSTA DA ECONOMIA MODELO A UM AUMENTO TEMPORÁRIO NO OBJECTIVO DA INFLAÇÃO ANTECIPADO 4 PERÍODOS ANTES

Choque ao Objectivo da Inflação do Banco Central



Fonte: Cálculos da autora.

Nota: Os eixos verticais medem os desvios ao estado constante.

preços caem drasticamente. Comparado com o caso anterior, as expectativas de um aumento temporário no objectivo da inflação geram uma expansão menor, mas uma queda subsequente mais pronunciada.

5. CONCLUSÃO

Neste artigo, mostramos que as expectativas referentes à condução da política monetária podem ser uma fonte de flutuações no mercado habitacional. Na realidade, as expectativas não cumpridas quer de uma redução futura na taxa de juro intervenção, quer de um aumento temporário no objectivo de inflação do banco central, podem gerar uma dinâmica de ciclos macroeconómicos de expansão-queda. Os nossos resultados sugerem que é essencial uma boa comunicação da política monetária para reduzir a ocorrência de ciclos gerados por expectativas. Contudo, tal como mostrado por Lambertini, Mendicino e Punzi (2009), a política monetária é apenas um dos mecanismos que pode gerar ciclos de expansão-queda no mercado habitacional. Na realidade, também as expectativas sobre o estado futuro da produtividade, os custos do investimento, a oferta de habitação e a inflação podem gerar ci-

culos no mercado habitacional, com características semelhantes aos verificados empiricamente. Deixamos para investigação futura o trabalho empírico de testar as diferentes fontes de formação de ciclos de expansão-queda.

REFERÊNCIAS

- Beaudry, P., e F. Portier (2004), "An exploration into Pigou's theory of cycles", *Journal of Monetary Economics*, 51:1183-1216.
- Beaudry, P., e F. Portier (2006), "Stock Prices, News, and Economic Fluctuations", *American Economic Review*, 96(4): 1293-1307.
- Beaudry, P. e F. Portier (2007), "When can Changes in Expectations Cause Business Cycle Fluctuations in Neo-classical Settings?", *Journal of Economic Theory*, 135(1): 458-477.
- Campbell, J. R. e Z. Hercowitz (2005), "The Role of Collateralized Household Debt in Macroeconomic Stabilization", *NBER Working Paper* No. 11330.
- Christiano, L., C. Ilut, R. Motto, e M. Rostagno, (2007), "Monetary Policy and Stock Market Boom-Bust Cycles", *Mimeo* (<http://faculty.wcas.northwestern.edu/~lchrist/research.htm>).
- Den Haan, W.J., e G. Kaltenbrunner (2007), "Anticipated Growth and Business Cycles in Matching models", *CEPR Discussion Paper* No. 6063.
- Floden, M. (2007), "Vintage Capital and Expectations Driven Business Cycles", *CEPR Discussion Paper* No. 6113.
- Kiyotaki, N. e J. Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105, April 211-48.25
- Iacoviello, M. (2005), "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*, 95(3):739-64.
- Iacoviello M. (2005), "House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*.
- Iacoviello, M. e S. Neri, S. (2009), "Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model", *AEJ Macro*, forthcoming.
- Jaimovich, N. e S. Rebelo (2007), "Can News about the Future Drive the Business Cycle?", *NBER Working Paper* No. 12537.
- Lambertini L, C. Mendicino e M.T. Punzi (2009), "As Expectativas da Política Monetária e os Ciclos de Expansão-Queda no Mercado Habitacional", *Mimeo*, Banco de Portugal.

A REACÇÃO DOS PREÇOS A CHOQUES: EVIDÊNCIA COM BASE EM DADOS MICROECONÓMICOS*

Daniel A. Dias**

Carlos Robalo Marques***

Fernando Martins***

J.M.C. Santos Silva****

1. INTRODUÇÃO

A rigidez de preços desempenha um papel central na Macroeconomia, tendo dado origem a uma vasta literatura teórica e a diversos estudos empíricos destinados a explicar as suas origens e a avaliar o respectivo grau de importância. Um resultado consensual dos trabalhos realizados nesta área é o de que os preços ao nível microeconómico podem permanecer inalterados durante períodos de tempo que podem atingir vários meses. Este resultado é documentado em diversos estudos, como é o caso, entre outros, de Bils e Klenow (2004), Klenow e Kryvtsov (2008), e Nakamura e Steinson (2008), que analisam os preços no consumidor nos Estados Unidos da América (EUA), e de Dhyne *et al.* (2006) e Vermeulen *et al.* (2007), que apresentam uma síntese dos estudos desenvolvidos para a área do euro (AE). Por exemplo, com base em dados microeconómicos sobre preços no consumidor, Dhyne *et al.* (2006) estimam uma frequência média mensal para as alterações de preços de 15 por cento na AE e de 25 por cento nos EUA, e uma duração média dos preços de 13 meses na AE e de 6.7 meses nos EUA. Estes resultados são consistentes com a evidência qualitativa de inquéritos realizados junto de empresas: de acordo com Fabiani *et al.* (2006), a frequência mediana das alterações de preços é de uma vez por ano na AE, o que é inferior à estimativa de 1.4 alterações por ano obtida para os EUA reportada por Blinder *et al.* (1998).

A literatura empírica que procura encontrar explicações para a reduzida frequência das alterações de preços ao nível das empresas é, todavia, menos extensa. Dhyne *et al.* (2008) deram recentemente um importante contributo para um maior entendimento deste fenómeno, através da distinção entre “rigidez de preços intrínseca” (a rigidez que é inerente ao mecanismo de definição dos preços), e “rigidez de preços extrínseca” (a rigidez de preços que é induzida pela reduzida volatilidade dos choques sobre os custos marginais e/ou sobre o nível de *mark-up* desejado). Os resultados mostram que as di-

* Os autores agradecem os comentários e sugestões de Nuno Alves, Mário Centeno, Ana Cristina Leal, José Ferreira Machado, Stefan Niemann e Pedro Portugal. Dias e Santos Silva agradecem o apoio financeiro da Fundação para a Ciência e Tecnologia, programa POCTI, parcialmente financiado pelo FEDER. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Anderson Graduate School of Management - UCLA e CEMAPRE. Email: daniel.dias.2010@anderson.ucla.edu

*** Banco de Portugal. Departamento de Estudos Económico.

**** Department of Economics, University of Essex and CEMAPRE. E-mail: jmcss@essex.ac.uk.

ferenças entre os produtos relativamente às frequências de alteração de preços não correspondem estritamente a diferenças ao nível da rigidez intrínseca, ou seja, a frequência das alterações de preços depende também, e em grande medida, da magnitude dos choques sobre o valor (não observado) do preço óptimo. Assim, tal como Blinder (1991, p.94) refere: “Do ponto de vista da teoria macroeconómica, a frequência das alterações de preço pode não ser a questão correcta a colocar, na medida em que ela depende tanto da frequência dos choques como da estratégia de preços da empresa. Nós estamos mais interessados em saber quanto tempo os preços demoram a reagir a choques de procura e de custos”.

Deste modo, em vez de analisar as justificações para a reduzida frequência das alterações de preços, como tem sido a abordagem típica na literatura sobre rigidez de preços (Munnick e Xu, 2007, Vermeulen *et al.*, 2007, Dhyne *et al.*, 2006, e várias referências citadas nestes trabalhos), neste artigo é analisada de forma directa a questão porventura mais pertinente de quais os determinantes da velocidade de reacção dos preços a choques de custos e de procura. Em particular, é utilizada informação reportada pelas empresas sobre os desfasamentos de reacção dos preços, de modo a analisar a forma como estas ajustam os respectivos preços na sequência de alterações nas condições de mercado. A vantagem de usar este tipo de informação reside no facto de, para analisar a rigidez intrínseca dos preços, não ser necessário combinar as condições de mercado com as decisões de alteração de preço, o que é geralmente uma tarefa difícil.

Uma desvantagem potencial da nossa base de dados é não distinguir entre choques agregados e choques idiossincráticos. De facto, a literatura económica tem apontado no sentido da reacção das empresas a choques poder depender do facto de estes serem agregados ou idiossincráticos (Lucas 1973), e recentemente Mackowiak e Wiederholt (2009) desenvolveram um modelo em que os preços das empresas reagem rapidamente aos choques idiossincráticos, mas apenas lentamente aos choques agregados. O facto dos dados não terem qualquer informação sobre se o choque é agregado ou idiossincrático é uma limitação importante que deve ser tida em consideração ao avaliar os resultados apresentados neste artigo¹.

Neste artigo são analisadas diversas questões interessantes, entre as quais salientamos: Os preços respondem com desfasamentos diferentes aos choques de procura e de custos? Os preços respondem diferentemente aos choques que implicam uma subida do preço em relação aos choques que implicam a sua redução? Os preços são mais rígidos quando uma empresa opera num mercado com menor concorrência? A rigidez dos preços depende da duração do relacionamento das empresas com os seus clientes? Os preços são mais rígidos quando os produtos são vendidos em mercados internacionais? Os factores de competitividade afectam o grau de rigidez dos preços e, se sim, em que sentido?

A análise é conduzida no contexto de um modelo *probit* ordenado com dados de painel, que leva em consideração a heterogeneidade não observada entre empresas. Esta é uma característica distintiva

(1) Uma outra desvantagem potencial deste tipo de dados resulta do facto de se basearem em velocidades de reacção reportadas e não observadas, sendo impossível avaliar se as respostas fornecidas se encontram perto da realidade. No entanto, como no nosso modelo é usada apenas a informação ordinal das respostas das empresas, a possível existência de erros de medição é fortemente mitigada.

da nossa abordagem que, do nosso ponto de vista, permite uma análise mais rica dos dados do que a realizada nos modelos probit simples que têm sido utilizados tradicionalmente na literatura.

As nossas conclusões apontam no sentido de que os desfasamentos no ajustamento dos preços a choques de custos ou de procura (positivos ou negativos) variam significativamente com algumas características das empresas, como a política de definição dos preços, a estrutura de custos, os factores de competitividade, entre outros. É interessante constatar que, ao contrário do que seria eventualmente de esperar, as medidas que avaliam a importância dos contratos explícitos e implícitos - duas das justificações mais frequentemente apontadas para a rigidez dos preços - não parecem ter implicações significativas para a velocidade de reacção dos preços na sequência de choques sobre os custos ou sobre a procura. A evidência sugere também que as empresas com características similares reagem assimetricamente a choques positivos e negativos.

Neste artigo é igualmente explorada a informação fornecida pelas empresas em relação à importância relativa para a velocidade de reacção dos preços das diferentes teorias de rigidez de preços habitualmente apresentadas na literatura. Desde o trabalho pioneiro de Blinder *et al.* (1998), têm sido levados a efeito diversos inquéritos a empresas no sentido de estabelecer uma hierarquia dos motivos que explicam a pouca frequência das revisões ou alterações de preços (ver, por exemplo, Almira-ult *et al.*, 2006, Fabiani *et al.*, 2006, assim como as referências citadas nestes trabalhos) e esta informação tem sido utilizada para avaliar empiricamente a importância das diferentes teorias explicativas da rigidez de preços. Embora esta informação possa permitir analisar a importância relativa da rigidez intrínseca e da rigidez extrínseca, verifica-se que a hierarquia das teorias reportadas directamente pelas empresas não ajuda a explicar as diferenças na reacção dos preços para diferentes empresas².

O resto do artigo encontra-se organizado do seguinte modo. A secção 2 apresenta o enquadramento teórico subjacente ao modelo estimado. A secção 3 descreve as bases de dados usadas e apresenta alguns resultados descritivos preliminares. A secção 4 apresenta o modelo estimado e discute os principais resultados. Finalmente, a secção 5 sumaria as principais conclusões.

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

As empresas não ajustam os seus preços de forma contínua em resposta aos choques económicos. Para modelar este facto, a literatura económica considera principalmente dois tipos de comportamentos para a definição dos preços: regras temporais (*time dependent rules*) e regras contingentes (*state dependent rules*). De acordo com as primeiras, as empresas alteram os preços de forma periódica de acordo com uma regra determinística (Taylor, 1980) ou de acordo com um processo estocástico (Calvo, 1983), ou seja, os momentos de alteração dos preços são exógenos, não dependendo nem do estado da economia nem do momento de ocorrência dos choques. Pelo contrário, as empresas que

(2) Entre as várias justificações para a rigidez dos preços apresentadas às empresas nos inquéritos, algumas estão mais relacionadas com a rigidez extrínseca (por exemplo, a importância das alterações nos custos variáveis induzidas por choques), enquanto outras encontram-se mais relacionadas com a rigidez intrínseca (por exemplo, a importância dos custos de recolha de informação e dos chamados *menu costs*).

seguem regras contingentes revêem os preços sempre que ocorrem choques significativos na economia, embora devido à existência de custos fixos de alteração dos preços (por exemplo, como o custo de imprimir e de distribuir tabelas de preços novas), apenas alteram os preços quando a diferença entre o preço praticado e o preço-alvo é significativa (ver, por exemplo, Sheshinski e Weiss, 1977, Caplin e Spulber, 1987, Caballero e Engel, 1993, Dotsey *et al.*, 1999). Assim, uma empresa que enfrente estes *menu costs* mudará o preço menos frequentemente do que uma empresa idêntica que não enfrente tais custos.

Alguns autores têm, no entanto, argumentado que o principal benefício das mudanças pouco frequentes dos preços não reside na poupança nos chamados *menu costs*, mas na redução dos custos associados à recolha de informação e ao processo de tomada de decisão. Obter este benefício significa necessariamente que o momento em que os preços são revistos é em larga medida independente das condições de mercado prevalecente (ver Woodford, 2003, Zbaracki *et al.*, 2004). Na mesma corrente, Ball e Mankiw (1994a) defendem que “os custos mais importantes para a decisão de alterar os preços são o tempo e a atenção exigida por parte dos decisores para recolher a informação relevante para tomar e executar as decisões”.

Além dos *menu costs* e/ou dos custos de recolha de informação, a teoria económica tem sugerido um grande número de outras explicações potenciais para a existência de rigidez de preços, de que as teorias de contratos explícitos e/ou implícitos, de fixação dos preços em função dos custos, de falhas de coordenação entre empresas, e do uso de níveis de preços psicológicos são alguns exemplos.

Com a celebração de contratos formais (explícitos) as empresas visam construir um relacionamento de longo prazo com os seus clientes a fim de criar uma maior previsibilidade em relação às suas vendas futuras. Os clientes, por seu turno, são atraídos por um preço constante na medida em que este induz menor incerteza quanto aos seus custos futuros e minimiza os custos de transacção (por exemplo, o tempo dispendido com compras). Por sua vez, a teoria dos contratos implícitos é baseada na ideia de que as empresas tentam ganhar a lealdade dos seus clientes alterando os preços o menor número de vezes possível. A ideia que os contratos explícitos podem ser centrais para a rigidez dos preços foi introduzida primeiramente na literatura económica através dos contratos salariais (ver, por exemplo, Fisher, 1977), enquanto a noção de contratos implícitos foi explorada pela primeira vez por Okun (1981), que distingue entre os aumentos dos preços devidos a choques de custos e os aumentos dos preços devidos a choques de procura. Okun argumenta que os aumentos de preços são aceitáveis pelos clientes quando derivam de aumentos dos custos, enquanto os que resultam de aumentos da procura são considerados injustos. Deste modo, as empresas tendem a manter os preços constantes na sequência de choques de procura, de modo a não fragilizar as relações com os seus clientes. A ideia que os clientes preferem comprar às empresas cujos preços são “justos” é também analisado por Rotemberg (2005).

Em vez de se centrar na relação empresa-cliente, a teoria das falhas de coordenação focaliza-se na interacção entre as empresas como justificação para a rigidez dos preços. Como no caso dos contratos explícitos, a ideia foi introduzida primeiramente no contexto dos mercados de trabalho (ver, por

exemplo, Clower, 1965). Após um choque, uma empresa pode pretender alterar o seu preço, mas somente o fará se as outras empresas também o fizerem. Sem um mecanismo de coordenação que permita que as empresas alterem os seus preços em conjunto, os preços podem permanecer inalterados.

Em relação à teoria de fixação dos preços em função dos custos, a ideia é de que os custos de produção são um determinante importante nas decisões sobre preços em algumas empresas, e que, se aqueles não se alterarem significativamente, os preços podem revelar uma forte estabilidade. Basicamente, tal significa que os preços não mudam porque os outros preços (custos de produção) não mudam (Hall, 1986).

Finalmente, algumas empresas fixam os seus preços em determinados níveis psicológicos considerados atractivos pelos seus clientes (por exemplo, fixar um preço em 9,99 euros, em vez de 10 euros). Esta estratégia pode causar rigidez nos preços porque, na sequência de choques pequenos mas que justificariam uma alteração dos preços, as empresas podem não reagir e optar por adiar a alteração dos preços até que novas ocorrências justifiquem uma mudança para o próximo nível psicológico.

As diferentes teorias de rigidez de preços discutidas acima têm enquadrado a maioria da investigação empírica sobre a existência e importância das alterações pouco frequentes dos preços, e este artigo não é uma excepção a esta mesma tendência. Uma forma útil de analisar estas teorias é pensar que elas reflectem a existência de rigidez, quer real, quer nominal. Como Ball e Romer (1990) observam, a rigidez nominal dos preços depende, não só dos custos de ajustamento (fricções nominais), mas também dos benefícios de os alterar (fricções reais). Assim, em termos gerais, é de esperar que quanto menor (maior) for a variação dos lucros quando os preços se afastam do seu nível óptimo, menores (maiores) serão os benefícios de ajustar os preços rapidamente e, conseqüentemente, mais lentamente (rapidamente) as empresas ajustarão os seus preços no sentido do nível óptimo. Neste artigo, analisamos os factores que podem explicar porque algumas empresas ajustam os seus preços mais rapidamente do que outras. Com esse objectivo, analisaremos alguns factores que podem reflectir a importância relativa das diversas teorias de rigidez de preços ao nível das empresas, i.e., factores que podem traduzir diferenças nos custos de ajustamento ou que podem tornar os lucros mais ou menos sensíveis a desvios do preço face ao valor óptimo.

3. CARACTERIZAÇÃO DA BASE DE DADOS

3.1. Fontes de informação

A maioria dos dados utilizados neste artigo resultaram de um inquérito sobre práticas de fixação de preços realizado pelo Banco de Portugal³. Neste inquérito, as empresas foram questionadas, entre outros aspectos, sobre o tempo que levariam a reagir a alterações significativas nos seus custos ou procura. Mais especificamente, foram colocadas as seguintes quatro questões: 1) “após um aumento

(3) Para mais detalhes sobre este inquérito, ver Martins (2010).

significativo da procura, quanto tempo em média demoraria até aumentar os seus preços?"; 2)"após um aumento significativo dos seus custos de produção, quanto tempo em média demoraria até aumentar os seus preços?"; 3)"após uma redução significativa da procura, quanto tempo em média demoraria até diminuir os seus preços?"; e 4) "após uma redução significativa dos seus custos de produção, quanto tempo em média demoraria até diminuir os seus preços?". As respostas a estas perguntas, que serão a variável dependente no nosso modelo, foram registadas em intervalos contínuos com seis categorias: 1 - menos de uma semana; 2 - de uma semana a um mês; 3 - de um mês a três meses; 4 - de três a seis meses; 5 - de seis meses a um ano; 6 - o preço permanece inalterado. Com as expressões "aumento significativo" ou "redução significativa" os autores do inquérito teriam em mente uma alteração suficientemente grande de custos e/ou de procura de modo a provocar uma mudança do preço. Neste contexto, a opção 6 será interpretada como indicando que o preço eventualmente será alterado, mas num horizonte temporal superior a um ano.

Além destas questões, o inquérito continha igualmente perguntas sobre diversas características relevantes das empresas, como sejam: informações sobre o mercado principal da empresa (mercado interno versus mercado externo), principais destinos das vendas (grossistas versus retalhistas, privados versus sector público), o número de concorrentes, as relações com os clientes (longo prazo ou curto prazo), os factores principais de competitividade (preço versus qualidade, diferenciação versus serviço após venda), discriminação de preços (mesmo preço para todos os clientes versus preço decidido caso a caso), autonomia na definição do preço (própria empresa versus entidade externa, principais clientes versus principais concorrentes) e razões para adiar as alterações de preços (o risco de que os concorrentes não tomem igual decisão, a existência de contratos implícitos ou formais, os custos de alterar os preços, custos de recolha de informação relevante, a ausência de alterações significativas nos custos variáveis, a preferência pela manutenção dos preços em determinados limiares psicológicos, etc.).

As informações provenientes do inquérito foram complementadas com dados de outras duas fontes. Da Central de Balanços do Banco de Portugal, uma base de dados de informação económica e financeira, baseada em dados contabilísticos anuais e trimestrais, empresa a empresa, obtiveram-se dados sobre o número de trabalhadores, a percentagem das vendas realizadas no estrangeiro, assim como o peso nos custos totais dos custos com o pessoal, dos custos de produção não laborais e dos custos financeiros. Finalmente, obteve-se informação sobre o peso dos capitais nacionais e estrangeiros no capital das empresas nos Quadros de Pessoal, uma base de dados administrativa de grande dimensão, compilada pelo Ministério do Trabalho e Solidariedade Social, e que, entre outras características, inclui informação sobre todas as empresas portuguesas com pelo menos um assalariado (localização, dimensão, propriedade, etc.).

Combinando os três conjuntos de dados através do número de identificação fiscal individual de cada empresa, foi possível obter informações detalhadas sobre 903 empresas de diferentes ramos de actividade. Mais especificamente, a nossa amostra inclui empresas com 20 ou mais trabalhadores, das quais cerca de 90 por cento pertencem à indústria transformadora (CAE - classificação das activida-

des económicas - 15 a 37) e as restantes aos serviços (CAE 60 a 64, 80 e 85 - transporte, armazenamento e comunicação, educação e saúde). Sectores como a agricultura, construção ou comércio por grosso e a retalho não estão incluídos na amostra.

3.2. Análise preliminar da informação

Como acima mencionado, as quatro questões sobre a velocidade de reacção dos preços são as nossas variáveis de interesse. O Quadro 1 resume as informações sobre estas variáveis, mostrando a distribuição das diferentes respostas reportadas pelas empresas para cada tipo de choque. Estes resultados sugerem que as empresas são mais rápidas a reagir a choques de custos, em especial quando estes são positivos, do que a choques sobre a procura. Por exemplo, apenas cerca de 10 por cento das empresas mantêm os seus preços inalterados no primeiro ano após um choque positivo de custos, enquanto a fracção das empresas que mantêm seus preços inalterados em resposta a um choque de procura positivo é de cerca de 35 por cento. Curiosamente, as empresas parecem reagir mais rapidamente a choques positivos do que a choques negativos sobre os custos, mas parecem ser mais lentas a reagir a choques positivos do que a choques negativos sobre a procura. Um teste formal para a hipótese de que o tempo de resposta é o mesmo para choques positivos e negativos é apresentado na próxima secção.

Quadro 1

VELOCIDADE DE REACÇÃO DOS PREÇOS A CHOQUES SOBRE OS CUSTOS E SOBRE A PROCURA				
Velocidade de reacção	Choque de custos		Choque de procura	
	Positivo	Negativo	Positivo	Negativo
1 - menos de uma semana	4.7	3.5	2.8	4.8
2 - entre uma semana e um mês	16.8	15.2	12.2	16.8
3 - de um a três meses	25.0	25.7	19.3	23.4
4 - de três a seis meses	17.6	15.0	13.4	13.7
5 - de seis meses a um ano	26.3	21.2	17.7	14.0
6 - os preços mantêm-se inalterados	9.6	19.5	34.7	27.4
Total	100	100	100	100

Os resultados desta análise preliminar, no entanto, não são informativos sobre os possíveis efeitos das características das empresas na velocidade de ajustamento. Como exemplo da importância destas características, no Quadro 2 é mostrada a desagregação por dimensão e por sector das empresas que afirmaram não ajustar o preço no primeiro ano após um choque. Claramente, a velocidade do reacção dos preços varia de acordo com a dimensão das empresas e com o respectivo sector. Naturalmente, todos estes resultados serão tomados em consideração na análise econométrica que apresentamos na próxima secção.

Tal como em trabalhos semelhantes, o inquérito realizado junto das empresas procurou averiguar porque razão as empresas decidem por vezes adiar as alterações de preços. Especificamente, às empresas foi pedido que avaliassem o grau de importância de diversas explicações possíveis que

Quadro 2

PERCENTAGEM DE EMPRESAS QUE NÃO ALTERA OS PREÇOS NO PRIMEIRO ANO APÓS UM CHOQUE

	Choques de custos		Choques de procura	
	Positivo	Negativo	Positivo	Negativo
Indústria transformadora	8.5	17.5	33.0	25.1
Serviços	20.0	37.8	50.0	47.8
Empresas pequenas	9.0	18.7	35.2	27.1
Empresas grandes	13.5	24.1	31.6	28.6
Total	9.6	19.5	34.7	27.4

Nota: As empresas pequenas e as empresas grandes são as empresas com até 250 trabalhadores e com mais de 250 trabalhadores, respectivamente. As percentagens do quadro são calculadas em proporção do número total de empresas em cada sector ou dimensão de empresa.

Ihes foram colocadas para a sua decisão de por vezes evitarem ou adiarem alterações de preços após mudanças significativas no seu ambiente económico, numa escala que variava entre 1 (irrelevante) e 4 (muito relevante). O Quadro 3 resume estes resultados, hierarquizando as diferentes justificações em função do respectivo resultado médio.

Os resultados estão em consonância com as conclusões obtidas em inquéritos semelhantes. Por exemplo, os contratos implícitos, os contratos explícitos, a definição dos preços em função dos custos e a existência de falhas de coordenação entre empresas surgem igualmente como as quatro principais justificações para o conjunto da AE (Fabiani *et al.*, 2006), enquanto as falhas de coordenação entre empresas, a definição dos preços em função dos custos, os contratos implícitos e os contratos explícitos se situaram em primeiro, segundo, quarto e quinto lugares, respectivamente, num estudo idêntico efectuado para os Estados Unidos (Blinder *et al.*, 1998). Resultados semelhantes foram obtidos para a Suécia (Apel *et al.*, 2005) e para o Reino Unido (Hall *et al.*, 1997). Os resultados para a parte inferior desta hierarquia também são semelhantes nos vários países. Assim, nestes inquéritos, os *menu costs* e os custos de recolha de informação surgem sistematicamente mal classificados como justificações para a rigidez de preços. Por exemplo, os *menu costs* situam-se em oitavo lugar e os custos de recolha de informação em nono lugar em dez explicações alternativas num estudo-síntese realizado para a AE (Fabiani *et al.*, 2006), tendo sido obtidos resultados semelhantes para outros

Quadro 3

JUSTIFICAÇÕES PARA A RIGIDEZ DE PREÇOS (RESULTADOS MÉDIOS)

Teorias	Sectores			Dimensão	
	Total	Ind. transf.	Serviços	Pequenas	Grandes
Contratos implícitos	3.2	3.2	3.1	3.2	3.0
Falhas de coordenação	2.8	2.8	2.7	2.8	2.8
Preços em função dos custos	2.7	2.7	2.9	2.7	2.6
Contratos explícitos	2.6	2.6	2.9	2.5	2.8
Choque temporário	2.5	2.5	2.1	2.5	2.5
Qualidade avaliada pelo preço	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2
Menu costs	2.0	2.0	2.1	2.0	1.8
Custos de informação	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
Preços psicológicos	1.6	1.6	1.8	1.7	1.6

países como o Reino Unido, Canadá e Suécia (Hall *et al.*, 1997, Almirault *et al.*, 2006, Apel *et al.*, 2005, respectivamente).

Na literatura, a hierarquia das justificações para a rigidez de preços tem sido utilizada, quer directamente, como uma forma de classificar a importância relativa das diferentes teorias de rigidez de preços (ver, entre outros, Fabiani *et al.*, 2006 e várias referências aí contidas), quer indirectamente, através de análises de regressão, para explicar a frequência das variações de preços (ver, por exemplo, Munnick e Xu, 2007). No entanto, embora esta hierarquia seja relevante para analisar as origens da rigidez de preços, ela é pouco informativa, quer em relação ao tempo necessário para as empresas ajustarem os seus preços após a ocorrência de choques, quer em que medida este tempo difere entre empresas, que é o principal objecto de estudo deste artigo. Deste modo, no modelo a ser apresentado na próxima secção, as hierarquias das diferentes teorias de rigidez de preços não serão utilizadas como regressores. Pelo contrário, e pelas razões acima apresentadas, estudaremos os factores que potencialmente podem explicar as diferenças na importância atribuída àquelas teorias ao nível da empresa, identificando as características que podem afectar os custos de ajustamento das empresas, ou a sensibilidade dos lucros em relação a desvios face ao preço óptimo.

4. UM MODELO ECONÓMICO PARA AVALIAR A REACÇÃO DOS PREÇOS A CHOQUES

O modelo utilizado neste artigo para analisar os determinantes da velocidade de reacção dos preços tem em consideração, tanto a definição por intervalos da variável de resposta, como o facto de cada empresa contribuir para a amostra com quatro observações. Neste contexto, é utilizado um modelo *probit* ordenado com dados de painel, que incorpora a heterogeneidade não observada entre empresas⁴. Mais especificamente, a variável latente $y_{i,j}$, que representa o tempo demorado por uma empresa i a reagir ao choque j , foi modelada em função de um conjunto de características das empresas. Como y_{ij} não é totalmente observável, e devido à possível existência de erros de medição, o nosso modelo usa apenas as respostas ordinais fornecidas pelas empresas. Ou seja, a variável dependente no nosso modelo é $\tilde{y}_{ij} = m$, em que $m = 1, 2, \dots, 6$ indica uma das seis categorias de resposta possíveis.

Porque a análise preliminar dos dados sugere que a velocidade de ajustamento dos preços varia com o tipo de choque, estimamos um modelo que permite a existência de coeficientes diferentes para cada tipo de choque, incluindo a possibilidade de diferenças nos parâmetros de corte (*cut-offs*) e nas variâncias das componentes estocásticas não observadas⁵.

(4) Esta é uma característica distintiva da nossa abordagem, que, na nossa opinião, permite uma análise mais adequada da informação, em comparação com os modelos *probit* simples utilizados até agora na literatura. Todos os trabalhos empíricos conhecidos que têm analisado a velocidade de reacção dos preços das empresas na sequência de choques sobre a procura ou sobre os custos estimaram modelos *probit* binários. Nestes modelos, por exemplo, a variável dependente é igual a 1, se a reacção dos preços ocorre durante os primeiros três meses após o choque, e é zero, caso contrário, ou é igual a 1, se a empresa reage ao choque até um ano, e é zero, caso contrário. Para verificar a robustez do nosso modelo, foi estimado um modelo *probit* binário, incorporando igualmente a presença de heterogeneidade não observada, com a variável dependente igual a 1, se o ajustamento fosse superior a um mês, e igual a zero, caso contrário. Embora as estimativas pontuais obtidas com este modelo não sejam muito diferentes do modelo ordenado, o modelo binário é consideravelmente menos eficiente e, como tal, a maioria dos coeficientes não são estatisticamente significativos.

(5) Deste modo, a nossa abordagem é quase equivalente a estimar quatro modelos diferentes, um para cada tipo de choque, sendo que no nosso caso os modelos estão ligados pela componente de heterogeneidade não observada, que se supõe comum para os quatro choques. Mais detalhes sobre o modelo podem ser vistos em Dias *et al.* (2009).

Para concluir a especificação do modelo, é necessário definir o conjunto de regressores a usar. Como mencionado acima, esta escolha foi guiada pela literatura sobre as teorias de rigidez de preços descritas brevemente na secção 2. Em última análise, a importância das diferentes teorias de rigidez de preços pode ser captada pelas características das próprias empresas e pela natureza do produto que transaccionam ou do sector em que operam. Por esse motivo, escolhemos como regressores variáveis que capturem as características das empresas, do produto ou do sector e estejam directamente relacionadas com as teorias acima discutidas, ou que, alternativamente, possam tornar os lucros das empresas mais ou menos sensíveis aos choques.

Em Anexo são descritos os diferentes regressores e apresentadas as correspondentes estatísticas descritivas de síntese, enquanto o Quadro 4 mostra os resultados do modelo estimado⁶. Para facilidade de

Quadro 4

ESTIMATIVAS DO MODELO <i>PROBIT</i> ORDENADO PARA A VELOCIDADE DE REACÇÃO DOS PREÇOS				
Regressores	Choques de custos		Choques de procura	
	Positivo	Negativo	Positivo	Negativo
Constante	3.477** (0.327)	4.665** (0.448)	3.345** (0.321)	3.611** (0.382)
Contratos explícitos	0.041 (0.127)	-0.037 (0.154)	0.073 (0.123)	0.116 (0.146)
Contratos implícitos	-0.142 (0.148)	-0.114 (0.180)	0.101 (0.143)	-0.196 (0.171)
Discriminação de preço	-0.392** (0.163)	-0.383* (0.198)	-0.565** (0.160)	-0.621** (0.189)
Descontos de quantidade	-0.425** (0.152)	-0.301* (0.184)	-0.402** (0.149)	-0.430** (0.176)
Preço definido pelos clientes	0.418** (0.181)	-0.213 (0.219)	0.113 (0.174)	-0.139 (0.206)
Preço definido pelos concorrentes	0.314* (0.163)	-0.079 (0.196)	-0.408** (0.156)	-0.671** (0.186)
Custos com pessoal	0.417** (0.122)	0.394** (0.149)	0.413** (0.119)	0.514** (0.141)
Custos de produtos intermédios	-0.252** (0.126)	-0.291* (0.153)	-0.052 (0.122)	0.036 (0.144)
Concorrência	-0.358** (0.136)	-0.366** (0.165)	-0.302** (0.132)	-0.399** (0.157)
Mercado interno	-0.029 (0.128)	-0.067 (0.154)	0.047 (0.123)	0.233 (0.146)
Compet. pelo preço	-0.027 (0.113)	-0.241* (0.137)	-0.213* (0.109)	-0.407** (0.130)
Compet. pela qualidade	0.271** (0.130)	0.204 (0.157)	0.314** (0.125)	0.489** (0.150)
Compet. pelo prazo de entrega	-0.091 (0.111)	-0.107 (0.134)	0.268** (0.108)	0.301** (0.128)
Serviços	1.035** (0.205)	1.112** (0.253)	0.561** (0.199)	0.951** (0.238)
Bens intermédios	-0.263** (0.158)	-0.424** (0.151)	-0.419** (0.120)	-0.418** (0.143)
Dimensão	0.352** (0.157)	0.520** (0.193)	-0.134 (0.152)	0.164 (0.181)
Estrutura de capitais	-0.418** (0.177)	-0.477** (0.216)	-0.146 (0.171)	-0.270 (0.202)

Nota: Entre parêntesis encontram-se os desvios-padrão. **Representa significância a 5%; *Representa significância a 10%.

(6) Dada a definição das variáveis binárias descrita no Anexo, o grupo de referência é composto por empresas para as quais: a) a proporção de vendas realizadas com base em contratos formais é inferior a 50 por cento; b) o relacionamento com os clientes é essencialmente de curto prazo; c) o preço é igual para todos os clientes (ausência de discriminação de preço) e não há qualquer desconto de quantidade sobre os preços; d) o preço do produto é definido pela própria empresa e não por uma entidade externa, incluindo os principais concorrentes ou clientes; e) os pesos nos custos totais dos custos com pessoal e dos custos de produtos intermédios encontram-se abaixo dos respectivos valores medianos; f) o número de concorrentes é inferior a 5; g) as exportações representam mais de 50 por cento das vendas do produto principal; h) o preço, a qualidade e o prazo de entrega não são considerados factores muito importantes para a competitividade; i) o sector de actividade é a indústria transformadora; j) a produção é essencialmente para consumo final (o principal destino das vendas é composto por grossistas, retalhistas ou consumidores finais), em oposição ao consumo intermédio; e k) o número de trabalhadores é igual ou inferior a 250.

apresentação, as variáveis foram agrupadas em seis categorias: 1) Práticas de fixação de preços; 2) Estrutura de custos; 3) Mercado envolvente; 4) Factores de competitividade; 5) Tipo de produto; e 6) Outras características.

Práticas de fixação de preços

Esta categoria inclui seis regressores susceptíveis de afectar directamente a capacidade das empresas para alterarem o preço no caso de um choque: a proporção de vendas realizadas com base em contratos formais, informação sobre se a relação com os clientes é essencialmente de curto ou longo prazo, informações sobre se a empresa faz discriminação de preços e/ou descontos de quantidade, e, finalmente, informações sobre se o preço é em larga medida influenciado pelos principais clientes ou principais concorrentes.

A primeira variável mede a importância dos contratos explícitos nas transacções regulares das empresas, enquanto a segunda pode ser encarada como uma *proxy* para a existência de contratos implícitos. Como vimos na secção 2, a teoria económica sugere que a existência de contratos explícitos e/ou implícitos pode ser uma importante fonte de rigidez de preços e, como tal, pode ajudar a explicar as diferenças nos tempos de reacção dos ajustamentos de preços entre as empresas após um choque. Os resultados no Quadro 4 mostram, no entanto, que os coeficientes destas duas variáveis não são significativamente diferentes de zero para os quatro choques. Assim, em contraste com o que poderia sugerir a análise da secção 3, o facto de uma empresa realizar uma grande parte das suas vendas com base em contratos formais ou ter uma relação com os seus clientes fundamentalmente de longo prazo não parece afectar a velocidade com que as empresas ajustam os preços após alterações significativas dos custos ou da procura.

Pelo contrário, o tipo de política de preços (preço único versus discriminação de preços e existência de descontos de quantidade) parece desempenhar um papel importante na determinação da velocidade de ajustamento dos preços. As empresas que decidem o preço caso a caso, ou que fazem descontos de quantidade sobre o preço, tendem a ser mais rápidas a ajustar os preços após choques de custos ou de procura. Estes resultados podem ser interpretados como reflectindo o facto de as empresas que seguem tais práticas enfrentarem provavelmente *menu costs* mais baixos, o mesmo sucedendo em relação aos custos de recolha de informação e de tomada de decisão, e, como tal, poderem reagir mais rapidamente a choques.

Finalmente, foram consideradas duas variáveis relacionadas com a incapacidade das empresas para definirem os seus próprios preços (em oposição aos casos em que o preço é definido pela própria empresa). Os resultados sugerem que a variável “preço definido pelos clientes” tem um impacto positivo e significativo apenas no caso de choques de custos positivos, sugerindo que os clientes, neste tipo de choques, têm capacidade suficiente para atrasar a reacção das empresas. No que diz respeito à variável “preço definido pelos concorrentes”, os resultados mostram que as empresas que têm seus preços definidos em função dos praticados pelos principais concorrentes são mais rápidas a responder a choques de procura do que as empresas que definem os preços de forma autónoma. Tal sugere

que as empresas cujos preços são em larga medida definidos pelos principais concorrentes podem ter um comportamento de “seguidores” (“followers”) num mercado onde a presença de líderes ajuda a reduzir ou mesmo eliminar os potenciais problemas de coordenação.

Note-se, todavia, que na nossa amostra apenas cerca de 12 por cento das empresas admitem não possuir capacidade para definir os seus próprios preços (tanto quando são definidos pelos clientes como pelos concorrentes), o que sugere que estas características não contribuem decisivamente para explicar as diferenças na velocidade de ajustamento dos preços entre empresas. Em contraste, o tipo de política de preços (preço único versus discriminação de preços e existência de descontos de quantidade) pode ser considerada como uma característica importante para explicar a velocidade de ajustamento dos preços, na medida em que 37 por cento das empresas definem os seus preços caso a caso e 41 por cento efectuam com regularidade descontos de quantidade (ver Quadro A1 no Anexo).

Estrutura de custos

Para testar se a estrutura de custos tem relevância para explicar as diferenças entre os tempos de ajustamento dos preços, foram incluídas duas variáveis que procuraram medir a importância dos custos com pessoal e dos custos de produtos intermédios. No Quadro 4, pode-se constatar que o peso dos custos com pessoal e dos custos de produtos intermédios emergem como factores importantes para explicar as diferenças no tempo de reacção dos preços. Independentemente do tipo de choque, as empresas com um peso dos custos com pessoal acima da mediana tendem a ser mais lentas a reagir a choques. Por outro lado, as empresas com um peso dos custos de produtos intermédios acima da mediana tendem a reagir mais rapidamente a choques de custos⁷.

A estrutura de custos é um importante determinante da forma como empresas reagem aos choques de custos. Nos modelos de concorrência monopolística, sob condições muito gerais, as empresas escolhem fixar um preço que representa um *mark-up* sobre o custo marginal. Assim, para as empresas que seguem regras de , quanto maior a volatilidade dos custos de produção, maior será a frequência de alteração dos seus preços. Se os custos de produção forem relativamente estáveis, como é o caso dos salários, que são alterados, em média, uma vez por ano, é de esperar que os preços se mantenham também relativamente estáveis. Ao contrário, se os custos de produção forem altamente voláteis, como é o caso de determinadas matérias-primas, a frequência das variações de preços pode ser muito elevada. Assim, *ceteris paribus*, é de esperar que as empresas com um peso maior dos custos com pessoal alterem os seus preços com menor frequência do que as empresas onde predominam produtos intermédios com preços mais voláteis. Os nossos resultados sugerem que tal se reflecte igualmente na velocidade de ajustamento dos preços aos choques de custos: empresas com um peso dos custos com pessoal maior tendem a ser mais lentas a reagir, enquanto as empresas com um peso maior dos custos de produtos intermédios tendem a ser mais rápidas (ver também Altissimo *et al.*,

(7) Este é um resultado muito robusto, amplamente documentado na literatura para as frequências de alteração de preços (ver, entre outros, Altissimo, Ehrmann e Smets (2006) e algumas referências aí contidas). A nossa evidência mostra que o mesmo resultado é válido para a velocidade com que as empresas reagem a choques.

2006). Quanto aos choques de procura, os resultados são semelhantes. Alterações dos salários pouco frequentes traduzem-se em curvas de oferta mais horizontais, tornando o preço óptimo menos sensível a choques de procura. Deste modo, é esperado que os choques de procura tenham maiores implicações sobre o tempo de reacção dos preços nas empresas cujo peso dos custos com pessoal seja maior, o que é confirmado pelos nossos resultados.

Mercado envolvente

Para captar o impacto do enquadramento económico em que as empresas operam, foi utilizada uma medida directa de concorrência (número de concorrentes) e informações sobre o principal mercado de destino (mercado interno versus mercado externo). De acordo com o modelo estimado, o grau de concorrência é um factor muito relevante para a determinação da velocidade de ajustamento dos preços. As empresas que operam em ambientes mais competitivos tendem a ser mais rápidas a reagir aos choques. Efectivamente, é sabido que quanto mais competitivo for um sector, maior a sensibilidade dos lucros a desvios face ao preço óptimo. Assim, para um dado nível de custos de ajustamento nominais (devido por exemplo à presença de *menu costs* ou de custos de obtenção de informação) é razoável admitir-se que uma concorrência mais forte se traduza em respostas mais rápidas a choques (ver, por exemplo, Martin, 1993).

No que respeita ao principal mercado de destino, verificamos que os coeficientes deste regressor que mede a importância do mercado interno não são estatisticamente significativos para qualquer um dos quatro choques. Assim, o facto de as empresas venderem os seus produtos no mercado interno ou no estrangeiro não parece ser relevante para a velocidade com que estas reagem a choques.

Factores de competitividade

Para analisar se os diferentes factores de competitividade afectam a velocidade com que as empresas respondem a choques, foram considerados como factores de competitividade o preço, a qualidade e o prazo de entrega. Os resultados mostram que as empresas que consideram o preço como uma variável importante para a competitividade tendem a ajustar os preços mais rapidamente, enquanto as empresas que valorizam mais a qualidade do produto ou o prazo de entrega como factores de competitividade tendem a ajustar os preços a um ritmo mais lento em resposta a choques (em particular no caso dos choques sobre a procura).

Podemos considerar que estes factores reflectem diferenças nas características dos produtos, que se traduzem em diferentes elasticidades da procura (maior elasticidade da procura para as empresas em que o preço é um factor importante e menor elasticidade para as empresas que valorizam mais a qualidade do produto ou o prazo de entrega)⁸. Na nossa amostra, 60 por cento das empresas consideram o preço como um factor muito importante de competitividade, enquanto 77 e 51 por cento, respectiva-

(8) Martin (1993) mostra que a velocidade de ajustamento dos preços aumenta com a elasticidade da procura, ou seja, as empresas reagem mais rapidamente aos choques quando a curva da procura que enfrentam é mais horizontal. Esta ideia é igualmente explorada por Gopinath e Itskhoki (2009) para mostrar a ligação entre a frequência de ajustamento dos preços e a transmissão das variações na taxa de câmbio.

mente, consideram a qualidade e o prazo de entrega. Estes valores sugerem que os factores de competitividade, especialmente o preço e o prazo de entrega, são importantes no modo como as empresas reagem a choques de procura.

Tipo de produto

A base de dados utilizada contém informação sobre o sector em que as empresas operam (indústria transformadora ou serviços) e sobre o destino do produto (de consumo final ou de consumo intermédio). Como os resultados anteriores sugeriam (ver Quadro 2), verificamos que as empresas que operam no sector dos serviços são substancialmente mais lentas a reagir a choques do que as empresas que operam na indústria transformadora. A velocidade de reacção do preço também varia de acordo com o tipo de mercado do produto. As empresas que vendem os seus produtos essencialmente para outras empresas (bens intermédios) tendem a ser mais rápidas a ajustar os preços do que as empresas cujos produtos se destinam principalmente para consumo final (grossistas, retalhistas ou consumidores). Estes resultados reflectem possivelmente o facto dos serviços e os bens finais terem normalmente um maior grau de diferenciação do que a indústria transformadora e os bens intermédios, respectivamente e, por conseguinte, enfrentarem uma procura menos elástica. Na nossa amostra, 31 por cento das empresas declarou que o destino principal do seu produto é composto por outras empresas, o que significa que o regressor “bens intermédios” deverá ter um contributo significativo para explicar as diferenças entre os tempos de reacção dos preços.

Outras características

O último grupo de variáveis considerado como potencialmente relevante para explicar as diferenças entre as velocidades de reacção dos preços inclui a dimensão das empresas e a estrutura de capitais. Em consonância com as conclusões da secção anterior, a dimensão das empresas é uma característica relevante para explicar as diferenças de reacção dos preços a choques. Após a ocorrência de choques, as empresas maiores tendem a ser mais lentas a ajustar os seus preços do que as empresas menores. O facto da dimensão ser relevante é explicado, provavelmente, porque os produtos das empresas maiores geralmente são mais diferenciados e, portanto, enfrentam uma procura menos elástica, ou porque a dimensão das empresas poderá estar a captar outras características das empresas, como a flexibilidade do processo de tomada de decisão.

No que respeita à estrutura de capitais, verificamos que as empresas com uma fracção maior de capitais nacionais tendem a ajustar mais rapidamente os preços na sequência de choques (especialmente no caso dos choques de custos), provavelmente porque, em contraste com o que pode ser esperado para empresas com predominância de capitais estrangeiros, o processo de tomada de decisão efectua-se no interior do país, permitindo uma reacção mais célere aos choques.

Globalmente, não é de esperar que os regressores “dimensão” e “estrutura de capitais” contribuam de forma significativa para explicar as diferenças entre as velocidades de reacção dos preços a choques,

pois as empresas grandes representam apenas 15 por cento da amostra e apenas 11.6 por cento das empresas têm um peso do capital estrangeiro superior a 50 por cento.

Velocidades de reacção simétricas ou assimétricas?

Uma questão interessante de analisar é saber se os tempos de resposta dos preços a choques de custos e de procura são simétricos ou assimétricos, na medida em que o impacto dos choques de política monetária pode diferir consoante o sentido do choque. Existe um vasto conjunto de literatura teórica que se concentra sobre a questão de saber se os preços são mais rígidos em resposta a um choque que implique uma subida do preço ou a um choque que implique uma diminuição. Tais assimetrias podem resultar de um comportamento estratégico das empresas (Hansen *et al.*, 1996, Kave-nock e Widdows, 1998, Bhaskar, 2002, Devereux e Siu, 2007), de diferentes custos de ajustamento num contexto de inflação (Tsiddon, 1993, Ball e Mankiw, 1994b, Ellingsen *et al.*, 2006), de modelos de pesquisa (Lewis, 2004, Yang e Ye, 2008, Bayer e Ke, 2009), de limitações de capacidade produtiva (Finn, 1996, Laxton *et al.* 1996, Loertscher, 2005), da pouca atenção dos consumidores (Chen *et al.*, 2008), ou de um comportamento de desagrado dos clientes (Okun, 1981, Rotemberg, 2005). O aspecto mais importante, no entanto, é o de que parece não haver consenso na literatura sobre se os preços são mais rígidos às subidas ou às descidas.

De acordo com a análise preliminar da secção 2 e com os resultados encontrados em outros países, alguma assimetria é esperada na medida em que as empresas parecem reagir mais rapidamente a choques positivos do que a choques negativos de custos e mais lentamente a choques positivos do que a choques negativos de procura. No entanto, não foram realizados testes formais sobre a possível existência de assimetria na reacção dos preços, e por isso é importante averiguar se as diferenças observadas são estatisticamente significativas.

No contexto do nosso modelo, a simples comparação dos coeficientes individuais para choques positivos e negativos fornece pouca informação sobre a assimetria das respostas, devido aos diferentes parâmetros que definem a forma funcional do modelo. Por conseguinte, têm que ser conduzidos testes de simetria envolvendo, não só os coeficientes das variáveis, mas também todos os outros parâmetros que dependem dos choques. Os resultados de dois testes gerais - um para choques de custos e outro para choques de procura - rejeitaram claramente a hipótese nula de coeficientes iguais para choques positivos e negativos em ambos os casos, o que aponta no sentido das empresas reagirem diferentemente a choques positivos e negativos.

5. CONCLUSÕES

Este artigo analisa a rigidez de preços ao nível das empresas com base na velocidade de reacção dos preços a choques sobre os custos e sobre a procura, o que é uma medida mais adequada do que a frequência das alterações de preços habitualmente utilizada.

Através da estimação de um modelo *probit* ordenado com dados de painel, verificamos que os tempos de reacção dos preços a choques variam de acordo com o sector, o tipo de produto e algumas características das empresas, nomeadamente o ambiente competitivo, a estrutura de custos, os diferentes factores de competitividade, a política de preços ou o tipo de mercado de destino dos produtos. Estes factores, usando a terminologia de Ball e Romer (1990), afectam directamente o grau de rigidez real que, por sua vez, determina a velocidade de ajustamento dos preços pelas empresas, para um dado nível de custos de ajustamento nominais (ou fricções nominais).

Em particular, é mostrada evidência de que, *ceteris paribus*, as empresas com um peso elevado dos custos com pessoal, em que a qualidade do produto ou o prazo de entrega são factores de competitividade importantes, cujo preço é determinado em larga medida pelos principais clientes, têm uma dimensão elevada ou pertencem ao sector dos serviços tendem a ser mais lentas a reagir a choques. Por sua vez, as empresas que operam num ambiente competitivo, têm um peso elevado dos custos de produtos intermédios, consideram o preço como um factor de competitividade importante, decidem o preço caso a caso, vêem o preço determinado em larga medida pelos principais concorrentes, efectuem descontos de quantidade, vendem os seus produtos a outras empresas (bens intermédios), ou em que a maioria do capital é nacional tendem a reagir mais rapidamente a choques de procura ou de custos. Entre estes factores, a estrutura de custos (importância relativa dos custos com pessoal em relação aos custos de produtos intermédios), o tipo de política de preços (preço único versus discriminação de preços e existência de descontos de quantidade), os factores de competitividade (especialmente o preço e o prazo de entrega) e o destino do produto (final versus consumo intermédio) surgem como características especialmente importantes para explicar as diferenças nas velocidades de reacção dos preços entre as empresas.

Em contraste com o que se poderia esperar, o facto de as empresas realizarem uma grande parte das vendas ao abrigo de contratos formais ou terem uma relação com os clientes essencialmente de longo prazo não parece ter implicações sobre a velocidade com que as empresas ajustam os preços após choques de procura ou de custos. Da mesma forma, o facto de uma empresa vender os seus produtos sobretudo no mercado interno ou no mercado externo não parece ser relevante.

Finalmente, tanto para choques de procura, como de custos, os testes estatísticos claramente rejeitam a hipótese nula de que empresas respondem simetricamente a choques positivos e negativos.

Em termos gerais, as conclusões deste artigo são consistentes com a ideia de que as diferenças na velocidade de ajustamento dos preços dependem dos custos de alteração dos preços nominais, bem como da sensibilidade dos lucros das empresas a desvios do preço face ao nível óptimo e de que as empresas se comportam assimetricamente face a choques positivos e negativos.

REFERÊNCIAS

- Altissimo, F., Ehrmann, M., and Smets, F., 2006. "Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area. A summary of the IPN evidence", European Central Bank, *Occasional paper series* No. 46.
- Alvarez, L. J., Hernando, I., 2005. "The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data", European Central Bank, *Working Paper* No. 538.
- Amirault D., Kwan, C., Wilkinson, G., 2006. "Survey of price-setting behaviour of Canadian Companies", Bank of Canada, *Working Paper* 2006-35.
- Apel, M., Friberg, R., Hallsten, K., 2005. "Micro foundations of macroeconomic price adjustment: survey evidence from Swedish firms", *Journal of Money Credit and Banking*, 37 (2), 313-338.
- Ball, L., Mankiw, N. G., 1994a. "A sticky price manifesto", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 41, 127-151.
- Ball, L., Mankiw, N. G., 1994b. "Asymmetric price adjustment and economic fluctuations", *Economic Journal*, 104, 247-261.
- Ball, L., Romer, D., 1990. "Real rigidities and the non-neutrality of money", *Review of Economic Studies*, 57, 183-203.
- Bayer, R., Ke, C., 2009. "Asymmetric price adjustment with costly consumer search: a laboratory study", *Mimeo*.
- Bhaskar, V., 2002. "Asymmetric price adjustment: Micro-foundations and macroeconomic implications", University of Essex, *Discussion Paper* No. 547.
- Bils, M., Klenow, P.J., 2004. "Some evidence on the importance of sticky prices", *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 3, 947-985.
- Blinder, A. S., 1991. "Why are prices sticky? Preliminary results from an interview study", *American Economic Review*, 81 (2), 89-96.
- Blinder, A.S., Canetti, D.E., Lebow, D.E., Rudd, J.B., 1998. *Asking about prices: a new approach to understanding price stickiness*, Russel Sage Foundation, New York.
- Caballero R., Engel, E.M.R., 1993. "Heterogeneity and Output fluctuations in a dynamic menu-cost economy", *Review of Economic Studies*, 60, 95-119.
- Calvo, G., 1983. "Staggered prices in a utility-maximizing framework", *Journal of Monetary Economics*, 12,383-98.
- Caplin A., Spulber, D. F., 1987. "Menu costs and the neutrality of money", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, Issue 4, 703-725.
- Chen, H., Levy, D., Ray, S., Bergen, M., 2008. "Asymmetric price adjustment in the small", *Journal of Monetary Economics*, 55, 728-737.
- Clower, R., 1965. "The Keynesian counterrevolution: A theoretical appraisal" in Hahn F. and F. Brechling (eds) *The theory of interest rates*, London: Macmillan.
- Devereux, M. B., Siu, H. E., 2007. "State dependent pricing and business cycle asymmetries", *International Economic Review*, 48 (1), 281-310.

- Dhyne, E., Alvarez, L., Le Bihan, H., Veronese, G., Dias, D., Hoffmann, J., Jonker, N., Lunnemann, P., Ruml, F., Vilmunen, J. 2006. "Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data", *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 171-192.
- Dhyne, E., Fuss, C., Pesaran, H., Sevestre, P., 2008. "Lumpy price adjustments: a microeconomic analysis", *mimeo*.
- Dias, M., Dias, D., and Neves, P.D., 2004. "Stylised features of price setting behaviour in Portugal: 1992-2001", European Central Bank, *Working Paper* No. 332.
- Dias, D., Marques, C. R., Martins, F., Santos Silva, J.M.C., 2009. "What makes it stick: firm-data evidence on price adjustment lags", *Mimeo*.
- Dotsey, M., King, R. and Wolman, A., 1999. "State-dependent Pricing and the General Equilibrium Dynamics of Money and Output", *Quarterly Journal of Economics*, 114, 655-690.
- Ellingsen, T., Friberg, R., Hassler, J., 2006. "Menu costs and asymmetric price adjustment", CEPR, *Discussion Paper* No. 5749.
- Fabiani, S., Gatulli, A., Sabbatini, R., 2004. "The pricing behaviour of Italian firms: New survey evidence on price stickiness", European Central Bank, *Working Paper*, No. 333.
- Fabiani, S., Druant, M., Hernando, I., Kwapil, C., Landau, B., Loupias, C., Martins, F., Mathä, T., Sabbatini, R., Stahl, H., and A. Stokman. 2006. "What firms' surveys tell us about price-setting behavior in the Euro Area", *International Journal of Central Banking*, Vol. 2, Number 3, September.
- Finn, M., G., 1996. "A theory of the capacity utilization/inflation relationship", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, 82(3), 67-86.
- Fisher, S., 1977. "Long-term contracts, rational expectations and the optimal money supply rule", *Journal of Political Economy*, 85 (1), 191-205.
- Gopinath, G., Itskhoki, O., 2009. "Frequency of price adjustment and pass-through", *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.
- Hall, R., 1986. "Market structure and macroeconomic fluctuations", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 285-322.
- Hall, S., Walsh, M., Yates, A., 1997. "How do UK companies set prices?", Bank of England, *Working Paper* No. 67.
- Hansen, R. S., Mollgaard, H. P., Overgaard, P. B., Sorensen, J. R., 1996. "Asymmetric adjustment in symmetric duopoly", *Economics Letters*, 53, 183-188.
- Klenow, P. J., Kryvtsov, O., 2008. "State-dependent or time-dependent pricing: Does it matter for recent US inflation?", *The Quarterly Journal of Economics*, 123 (3), 863-904.
- Kovenock, D., Widdows, K., 1998. "Price leadership and asymmetric price rigidity", *European Journal of Political Economy*, 14, 167-187.
- Kwapil, C., Baumgartner, J., Scharler, J., 2005. "The price-setting behavior of Austrian firms: some survey evidence", European Central Bank, *Working Paper* No. 464.
- Laxton, D., Meredith, G., Rose, D., 1994. "Asymmetric effects of economic activity on inflation - Evidence and policy implications" IMF *Working Paper* No. 139-EA.
- Lewis, M., 2004. "Asymmetric price adjustment and consumer search: An examination of the retail gasoline market", University of California, Competition Policy Center, *Working Paper* N0. CPC04-47.

- Loertscher, A., 2005. "Asymmetric price adjustment: the role of costly capacity", *Mimeo*.
- Loupias, C., Ricart, R., 2004. "Price setting in France: New evidence from survey data. European Central Bank", *Working Paper No. 423*.
- Lucas, R. E. Jr, 1973. "Some international evidence on output-inflation tradeoffs", *The American Economic Review*, 63 (3), 326-334.
- Lünnemann, P., Mathä, T., 2006. "New survey evidence on the pricing behaviour of Luxembourg firms", European Central Bank, *Working Paper No. 617*.
- Mackowiak, B., Wiederholt, M., 2009. "Optimal sticky prices under rational inattention", *The American Economic Review*, 99 (3), 769-803.
- Martin, C., 1993. "Price adjustment and market structure", *Economics Letters*, 41, 139-143.
- Martins, F., 2005. "The price setting behaviour of Portuguese firms: Evidence from survey data", European Central Bank, *Working Paper No. 562*.
- Martins, F., 2010. "Price stickiness in Portugal: Evidence from survey data", *Managerial and Decisions Economics*, forthcoming.
- Munnick, D., Xu, K., 2007. "Micro foundations of price-setting behaviour: Evidence from Canadian firms", Bank of Canada, *Working Paper 2007-31*.
- Nakamura, E., Steinsson, J. 2008. "Five facts about prices: a reevaluation of menu costs models", *The Quarterly Journal of Economics*, 123(4), 1415-1464.
- Okun, A., 1981. *Prices and Quantities: A macroeconomic Analysis*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Rotemberg, J., 2005. "Customer anger at price increases, changes in the frequency of price adjustment and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 52 (4), 829-852.
- Sheshinski E., Weiss, Y., 1977. "Inflation and costs of price adjustment", *The Review of Economic Studies*, 44, 287-303.
- Small, I., Yates, T., 1999. "What makes prices sticky? Some survey evidence for the United Kingdom", Bank of England *Quarterly Review*.
- Taylor, J. B., 1980. "Aggregate dynamics and staggered contracts", *Journal of Political Economy*, 88(1), 1-23.
- Tsiddon, D., 1993. "The (Mis)Behaviour of the aggregate price level", *The Review of Economic Studies*, 60, 889-902.
- Vermeulen, P., Dias, D., Dossche, M., Gautier, E., Hernando, I., Sabbatini, R., Stahl, H., 2007. "Price setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data", ECB, *Working Paper No. 727*.
- Woodford, M., 2003. *Interest and prices*, Princeton University Press.
- Yang, H., Ye, L., 2008. "Search with learning: Understanding asymmetric price adjustments", *RAND Journal of Economics*, 39, 2, 547-564.
- Zbaracki, M.J., Ritson, M., Levy, D., Dutta, S., and Bergen, M., 2004. "Managerial and customer costs of price adjustment: direct evidence from industrial markets", *The review of Economics and Statistics*, 86, 514-533.

APÊNDICE

Este anexo descreve as variáveis utilizadas no modelo *probit* ordenado cujos resultados são apresentados na secção 4, e apresenta as correspondentes estatísticas descritivas de síntese. Com excepção da “estrutura de capitais”, que mede o peso do capital nacional no capital total da empresa, todas as outras variáveis são variáveis binárias. Os detalhes sobre as variáveis são os seguintes:

- *Contratos explícitos* — igual a um se a percentagem de vendas realizadas com base em contratos formais for superior a 50 por cento;
- *Contratos explícitos* — igual a um se o relacionamento com os clientes é essencialmente de longo prazo (mais de um ano);
- *Discriminação de preço* — igual a um, se o preço do principal produto da empresa é frequentemente decidido caso a caso;
- *Descontos de quantidades* — igual a um, se o preço depende da quantidade vendida, mas de acordo com uma tabela de preços uniforme;
- *Preço definido pelos clientes* — igual a um, se o preço do produto é fortemente influenciado pelo(s) principal(is) cliente(s);
- *Preço definido pelos concorrentes* — igual a um se o preço do produto é fortemente influenciado pelos preços do(s) principal(is) concorrente(s);
- *Custos com pessoal* — igual a um se o peso dos custos com o pessoal nos custos totais estiver acima da mediana da amostra;
- *Custos de produtos intermédios* — igual a um se o peso dos custos dos produtos intermédios nos custos totais estiver acima da mediana da amostra;
- *Concorrência* — igual a um se o número de concorrentes da empresa é igual ou superior a 5;
- *Mercado interno* — igual a um se Portugal for principal mercado de destino dos produtos da empresa;
- *Competitividade pelo preço* — igual a um se a empresa considera o preço como um factor muito importante para a sua competitividade;
- *Competitividade pela qualidade* — igual a um se a empresa considera a qualidade como um factor muito importante para a sua competitividade;
- *Competitividade pelo prazo de entrega* — igual a um se a empresa considera o prazo de entrega como um factor muito importante para a sua competitividade;
- *Serviços* — igual a um se a empresa opera no sector dos serviços;

- *Bens intermédios* — igual a 1 se o principal destino das vendas são outras empresas (por oposição aos grossistas, retalhistas, sector público e consumidores);
- *Dimensão* — igual a 1 se o número de trabalhadores for superior a 250;
- *Estrutura de capitais* — peso dos capitais nacionais no capital total da empresa.

O Quadro A1 apresenta a importância relativa na amostra das diversas variáveis descritas acima. Os valores do quadro representam a percentagem de empresas em cada categoria, com excepção dos custos com pessoal e dos custos de produtos intermédios, que reflectem a média dos respectivos pesos, e da estrutura de capitais, que representa a percentagem de empresas cujo peso do capital nacional nos capitais totais é igual ou superior a 50 por cento. Por exemplo, no Quadro observa-se que cerca de 83 por cento das empresas têm contratos implícitos, i.e., têm sobretudo uma relação de longo prazo com os respectivos clientes, e que a distribuição das empresas com contratos implícitos é relativamente homogénea por sectores e dimensão das empresas. Pelo contrário, em apenas cerca de 25 por cento das empresas mais de 50 por cento das vendas são realizadas com base em contratos formais (explícitos), sendo que a respectiva distribuição varia significativamente em função do sector e da dimensão das empresas.

Quadro A1

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA AMOSTRA

Percentagem de empresas em cada categoria

	Total	Sectores		Dimensão	
		Ind. transf.	Serviços	Pequenas	Grandes
Contratos explícitos	25.5	23.9	40.0	23.6	36.1
Contratos implícitos	82.6	83.3	76.7	82.0	86.5
Discriminação de preços	37.4	38.3	30.0	37.8	35.3
Descontos de quantidade	41.0	42.2	30.0	40.8	42.1
Preço definido pelos clientes	11.7	11.8	11.1	10.9	16.5
Preço definido pelos concorrentes	12.3	12.9	6.7	13.6	4.5
Custos com pessoal ^(a)	27.3	26.2	36.8	27.6	25.2
Custos de produtos intermédios ^(a)	39.3	43.1	5.1	39.2	40.3
Concorrência	76.0	74.8	86.7	79.0	58.6
Mercado interno	68.4	66.3	87.8	70.5	56.4
Competição pelo preço	59.5	61.4	42.2	59.2	60.9
Competição pela qualidade	77.0	76.4	82.2	76.1	82.0
Competição pelo prazo de entrega	51.1	51.7	45.6	50.0	57.1
Bens intermédios	30.9	30.6	33.3	31.8	25.6
Dimensão (emp. grandes)	15.0	14.5	18.9	—	—
Estrutura de capitais ^(b)	88.2	87.6	93.2	90.4	75.4

Notas: (a) Média dos pesos dos custos com pessoal e dos custos de produtos intermédios (percentagem). (b) Percentagem de empresas cujo capital nacional representa mais de 50 por cento dos capitais totais.

OS EFEITOS REDISTRIBUTIVOS DO IVA EM PORTUGAL*

Cláudia Braz**

Jorge Correia da Cunha**

“Em matéria de taxas, não foi possível adoptar a solução que, nos dias de hoje, vem merecendo, e com justas razões, uma clara preferência no plano estritamente técnico. É com efeito assente que, nesta matéria, os impostos gerais de transacções muito têm a ganhar e pouco a perder, com uma estrutura de taxas o mais simples possível – no limite com uma taxa única. Evitam-se assim não poucos problemas administrativos.”

Preâmbulo do Código do IVA, 1986

“If an income tax is well designed, adding differential commodity taxation is likely to increase the ability to redistribute income little, if at all”.

Stiglitz J. , Economics of the Public Sector, 2000

1. INTRODUÇÃO

A intervenção do Estado numa economia de mercado pode assentar, do ponto de vista económico, em múltiplos fundamentos. Estes podem ser agrupados, numa perspectiva global, em objectivos de eficiência e objectivos de equidade. Dado um certo sistema de preferências sociais, a prossecução de uns e de outros envolve *trade-offs* que devem ser cuidadosamente ponderados na concepção das políticas públicas.

A actuação do Estado no sentido de promover a equidade pode recorrer a um grande número de instrumentos, com custos, em termos de eficiência, muito diferenciados e com uma eficácia, em termos redistributivos, muito variável. Consequentemente, é desejável seguir uma abordagem abrangente, escolhendo criteriosamente as políticas a utilizar para fazer redistribuição do rendimento, quer do lado da receita, quer do lado da despesa.

A teoria económica e a consideração dos requisitos de um bom sistema fiscal sugerem, genericamente, que a tributação do consumo nunca deve envolver taxas diferenciadas com objectivos redistributivos, dados os seus elevados custos em termos de eficiência e de administração fiscal. No entanto, o Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA), o principal imposto sobre o consumo em toda a União Europeia e em vários países industrializados, comporta quase sempre múltiplas taxas, definidas funda-

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

mentalmente com o objectivo de assegurar a sua progressividade, ou pelo menos a sua não regressividade.

O objectivo deste artigo é analisar o IVA em Portugal, na perspectiva do seu impacto em termos redistributivos. A secção 2 descreve, de forma sucinta, o processo de introdução do IVA em Portugal, o seu modo de funcionamento e a evolução da receita, com particular destaque para os anos mais recentes. A secção 3 analisa os padrões de despesa dos consumidores sujeita a IVA, por grupos de bens e serviços, com base na informação incluída no Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF) de 2005-2006. A partir dos mesmos dados, a secção 4 classifica o IVA em Portugal quanto aos seus efeitos redistributivos em relação à despesa e ao rendimento. O efeito redistributivo deste imposto face à despesa é ainda repartido nas componentes vertical, horizontal e de reordenação na secção 5. Por último, a secção 6 conclui.

2. O IVA EM PORTUGAL

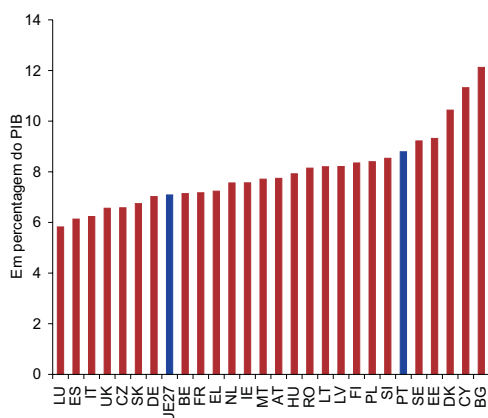
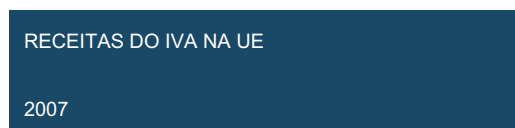
Em 1986, no contexto da reforma da tributação sobre os bens e serviços, foi introduzido em Portugal o IVA. Esta alteração surgiu antecipando as obrigações que decorriam da participação de Portugal na Comunidade Europeia. O IVA, tal como requerido pelas directivas europeias, é um imposto geral sobre o consumo de bens e serviços, aplicado sobre o valor acrescentado em cada uma das fases do processo produtivo, cuja incidência legal é sobre o consumidor final. A incidência económica é, no entanto, repartida entre os produtores e consumidores, consoante as condições de mercado. As exportações não são sujeitas a IVA, sendo apenas tributadas no país de destino¹. As importações são tributadas pelo seu montante total. O IVA substituiu o Imposto sobre Transacções, entre outros impostos indirectos, e a sua introdução permitiu um aumento da receita, por via quer do alargamento da base tributária, quer de uma menor permeabilidade à fraude e evasão fiscais. Inicialmente, o Código do IVA estabeleceu quatro taxas: 0 por cento, 8 por cento (taxa reduzida), 16 por cento (taxa normal) e 30 por cento (taxa agravada). Adicionalmente, determinados bens e serviços estavam isentos de imposto, como era o caso dos serviços médicos. A não adopção de uma taxa única teve em vista evitar eventuais efeitos regressivos da reforma. As taxas do IVA foram alteradas diversas vezes desde a sua introdução², essencialmente com o objectivo de aumentar a colecta, implementar decisões ao nível europeu e melhorar a competitividade de alguns sectores específicos. Actualmente subsistem apenas três taxas: a taxa reduzida de 5 por cento, a taxa intermédia de 12 por cento e a taxa normal de 20 por cento. De salientar que, no período mais recente, a taxa normal foi aumentada de 17 para 19 por cento em meados de 2002 e de novo para 21 por cento em meados de 2005, em ambos os casos no contexto da implementação de pacotes orçamentais que visavam a redução do défice das administrações públicas. Apenas recentemente, em meados de 2008, a taxa normal foi reduzida para o nível actual.

(1) O regime definitivo do IVA na União Europeia, a entrar em vigor numa data ainda não estabelecida neste momento, deverá assentar no princípio da origem.

(2) Para uma descrição detalhada das alterações das taxas do IVA desde 1986 até 2002, ver Rodrigues *et al.* (2002).

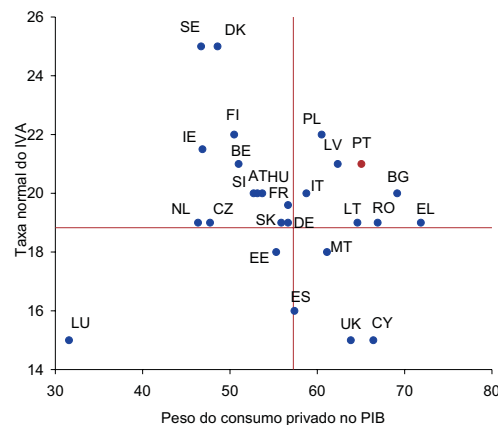
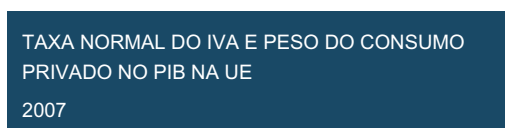
O IVA em Portugal é uma das principais fontes de receita, tal como nos restantes Estados-membros da União Europeia. Com efeito, conforme ilustrado pelo Gráfico 1, Portugal em 2007 era o sexto país da União Europeia com maior peso das receitas do IVA no PIB. Este posicionamento parece ser muito influenciado pela importância do consumo privado relativamente ao PIB da economia, mas também pelo facto da taxa normal ser superior à média na União Europeia (Gráfico 2). O Gráfico 3 mostra a evolução das receitas deste imposto em Portugal no período de 1986 a 2008, em rácio quer do PIB, quer da carga fiscal³. A tendência crescente nas receitas do IVA é evidente, sendo essencialmente explicada pelas alterações nas taxas, desenvolvimentos estruturais na economia e a melhoria da eficácia da administração fiscal. No que respeita aos desenvolvimentos estruturais da economia é de destacar a tendência de longo prazo dos padrões de consumo para um maior peso dos bens tributados à taxa normal e as alterações no sector da distribuição que conduziram a uma importância crescente das empresas de média e grande dimensão, mais propensas a cumprir as obrigações fiscais. Com efeito, tal como se pode observar no Gráfico 4, a variação da receita fiscal estrutural do IVA em percentagem do PIB tendencial não explicada pelas alterações de legislação e pela discrepância entre a base macroeconómica (consumo privado) e o PIB foi, em termos acumulados, positiva⁴, no período 1996-2008⁵.

Gráfico 1



Fonte: Comissão Europeia (2009).

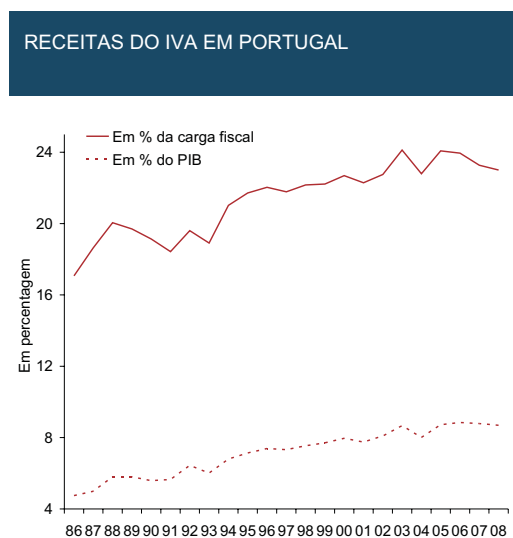
Gráfico 2



Fontes: Comissão Europeia (2009), Eurostat e cálculos dos autores.
Nota: As rectas representam as médias ponderadas para o conjunto da União Europeia.

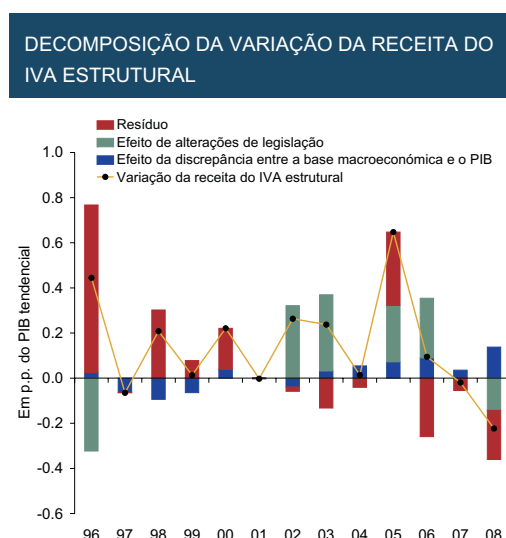
(3) A definição de carga fiscal adoptada consiste na soma da receita dos impostos sobre o rendimento e o património, dos impostos sobre a produção e a importação (incluindo os montantes entregues ao orçamento comunitário) e do total de contribuições sociais, tal como registadas em Contas Nacionais.
(4) De notar que os resíduos negativos em 2006 e 2008 decorrem, em parte, de uma aceleração dos reembolsos associada a alterações nos procedimentos administrativos, cujo impacto na receita não é possível quantificar com a informação disponível.
(5) A análise não foi estendida ao período 1986-1995 por dificuldades na quantificação dos efeitos das alterações de legislação.

Gráfico 3



Fontes: Instituto Nacional de Estatística e cálculos dos autores.

Gráfico 4



Fontes: Instituto Nacional de Estatística e cálculos dos autores.

Nota: Para mais detalhes sobre a metodologia utilizada para calcular estas contribuições, ver Kremer et al. (2006) e Braz (2006).

3. PADRÕES DE DESPESAS DE CONSUMO

A análise dos padrões de despesa dos consumidores desenvolvida neste artigo baseia-se na informação incluída no IDEF de 2005-2006. Este inquérito, com periodicidade quinquenal, é realizado pelo Instituto Nacional de Estatística e tem em vista o apuramento de indicadores sobre a distribuição do rendimento e o nível e estrutura das despesas dos agregados familiares residentes em Portugal. Trata-se de um inquérito de grande dimensão, estando associado a um questionário que inclui cadernetas para preenchimento pelos agregados seleccionados de todas as despesas familiares e individuais durante duas semanas⁶, sendo depois anualizadas. Foram recolhidos dados completos e válidos para 10403 agregados familiares. A representatividade é garantida num primeiro momento pela escolha da amostra e depois pela definição de ponderadores que são usados na extrapolação dos resultados para o universo. Estes foram sempre utilizados na análise desenvolvida neste artigo.

As escolhas dos consumidores, em termos da afectação da sua despesa total pelas várias classes de bens e serviços, são função das suas preferências, do seu rendimento e dos preços relativos. A informação sobre preços não faz parte das variáveis consideradas nestes inquéritos. O Gráfico 5 apresenta a relação entre a despesa por grupos de bens e serviços, em proporção da despesa total, e a distribuição do rendimento disponível por adulto equivalente de acordo com a informação do IDEF⁷. Tendo em vista que o objectivo deste artigo é analisar os efeitos redistributivos da actual estrutura do

(6) A periodicidade quinzenal de recolha de informação foi estabelecida para as despesas frequentes do agregado familiar, como por exemplo as despesas com alimentação. De forma a ter em conta a aquisição de bens e serviços menos frequente, foram fixadas outras periodicidades: i) mensal para as despesas com periodicidade fixa, como as despesas com rendas, água, electricidade, gás, entre outras; ii) bimestral para as despesas cuja frequência é mais espaçada que o mês, como por exemplo as despesas com vestuário e calçado; iii) anual para as despesas com aquisição de bens duráveis e serviços adquiridos com menor frequência como são os casos da aquisição de electrodomésticos, mobiliário, meios de transporte pessoal, etc.

(7) As relações representadas aproximam as curvas de Engel definidas na teoria económica como relacionando as escolhas óptimas dos consumidores com o nível de rendimento, mantendo os preços constantes. Se a curva de Engel é positivamente (negativamente) inclinada diz-se que o bem em causa é normal (inferior). Os bens normais são ainda classificados como necessários, se a procura por um bem aumenta proporcionalmente menos que o rendimento, e de luxo, no caso contrário.

Gráfico 5 (continua)

PERCENTAGEM DA DESPESA SUJEITA A IVA POR GRUPOS DE BENS E SERVIÇOS

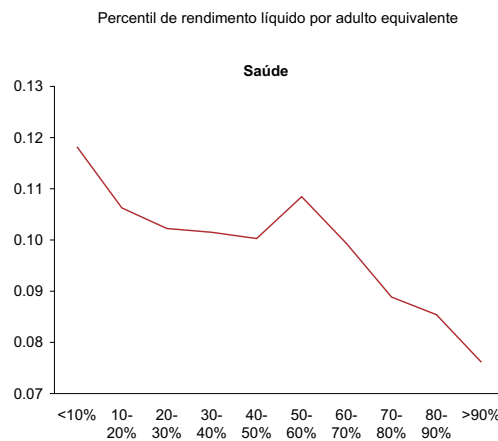
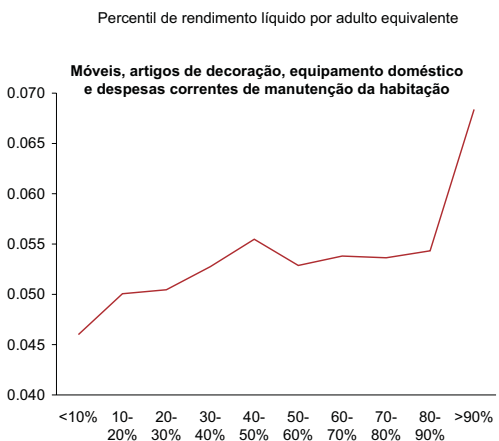
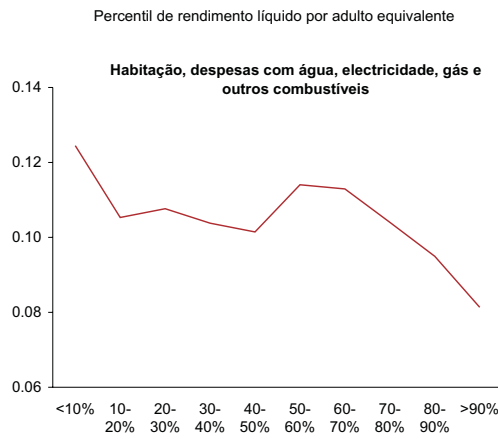
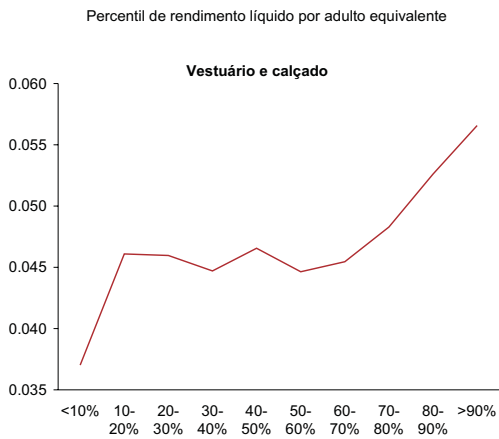
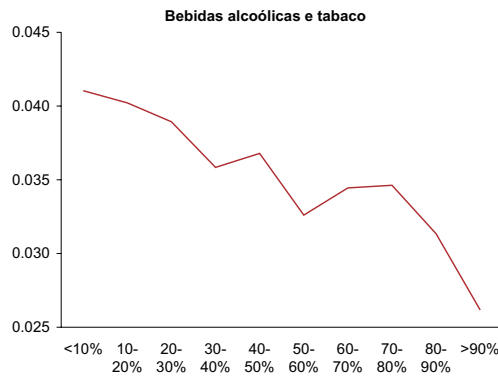
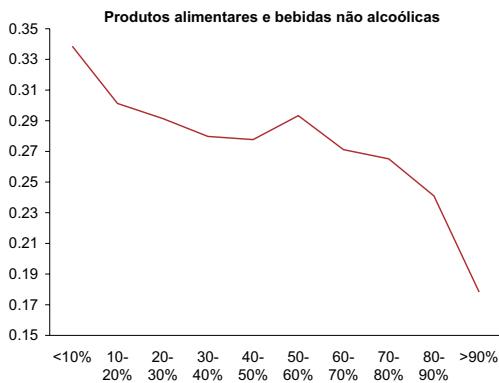
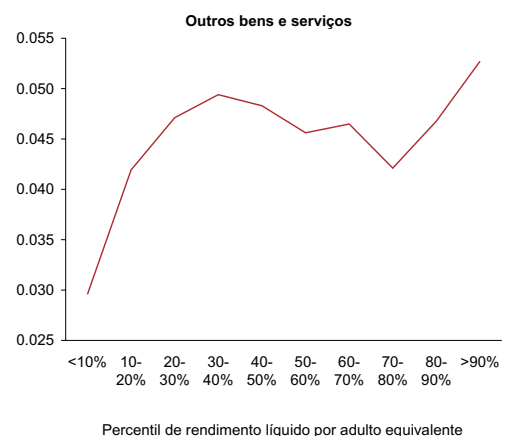
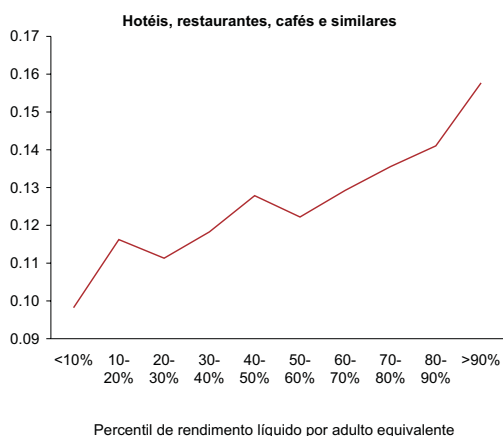
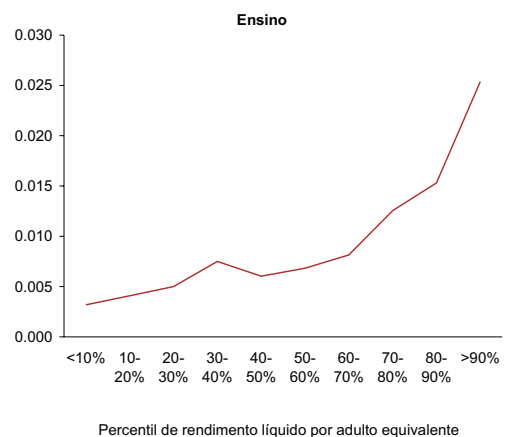
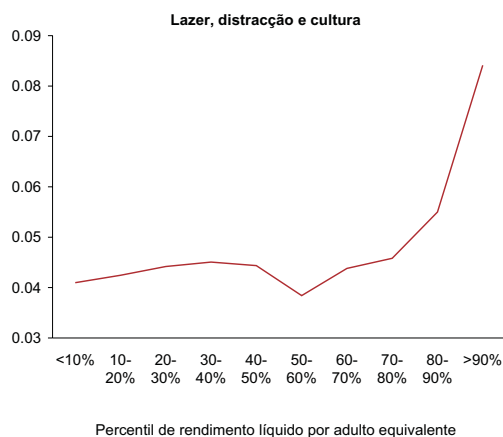
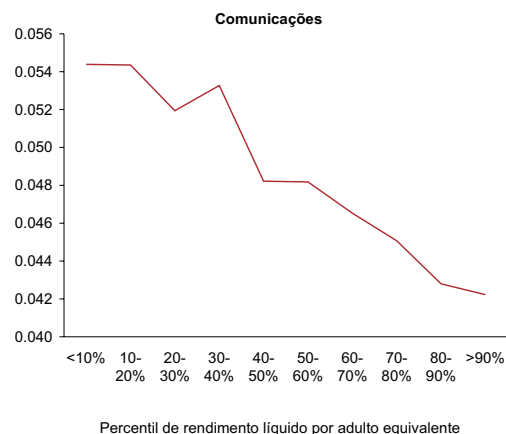
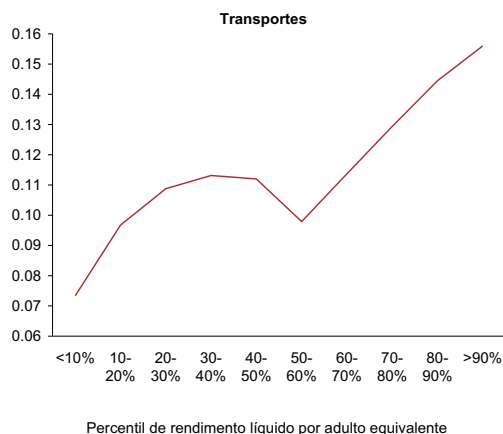


Gráfico 5 (continuação)

PERCENTAGEM DA DESPESA SUJEITA A IVA POR GRUPOS DE BENS E SERVIÇOS



Fontes: Instituto Nacional de Estatística e cálculos dos autores.

IVA em Portugal, a definição de despesa total considerada exclui algumas categorias de bens e serviços que em Portugal não estão sujeitas a IVA como, por exemplo, a despesa com arrendamentos, serviços financeiros, seguros e jogos de azar. O conceito de rendimento líquido considerado inclui o rendimento monetário bruto dos agregados proveniente do trabalho, propriedade e capital e de transferências sociais e privadas líquido de impostos sobre o rendimento e contribuições sociais. O cálculo do rendimento líquido por adulto equivalente baseia-se na escala equivalente da OCDE que atribui o peso de 1 à “cabeça do casal”, 0.7 a cada um dos restantes adultos do agregado e 0.5 a cada criança (neste caso definida como tendo idade igual ou inferior a 14 anos).

De acordo com os resultados apurados, e em linha com a literatura económica, a proporção da despesa em produtos alimentares e bebidas não alcoólicas diminui com o nível de rendimento líquido. Em 2005-2006, os agregados no primeiro decil de rendimentos gastavam em média 34 por cento do total da sua despesa em alimentação e bebidas não alcoólicas, enquanto no decil de rendimentos mais elevados esta proporção decresce para 18 por cento. O mesmo padrão é observado noutras classes, ordenadas por importância na despesa, tais como: saúde; habitação, despesas com água, electricidade gás e outros combustíveis; comunicações; bebidas alcoólicas e tabaco. Quanto às restantes categorias em que a proporção de despesa é superior para níveis mais elevados de rendimento disponível (hotéis, restaurantes, cafés e similares; transportes; lazer, distração e cultura; móveis, artigos de decoração, equipamento doméstico e despesas correntes de manutenção da habitação; vestuário e calçado; ensino; outros bens e serviços) é importante salientar que, apesar desta relação, em vários casos se está perante bens e serviços isentos ou sujeitos às taxas reduzida e intermédia de IVA. Deste modo, é possível concluir que a escolha da lista de isenções e da estrutura diferenciada de taxas no IVA nem sempre resulta de objectivos distributivos, podendo decorrer de outros argumentos, como por exemplo o facto de se tratar de bens de mérito.

4. ASPECTOS REDISTRIBUTIVOS DA ACTUAL ESTRUTURA DO IVA EM PORTUGAL

A análise dos efeitos redistributivos da actual estrutura do IVA em Portugal também se baseia na informação detalhada sobre a despesa dos agregados familiares obtida a partir do IDEF. Deste modo, a cada categoria de despesa foi atribuída a taxa de IVA correspondente, com excepção das rubricas não sujeitas a este imposto, já atrás mencionadas. É importante salientar que, no cálculo da despesa dos consumidores líquida de IVA, se está a assumir implicitamente que a incidência económica do imposto corresponde à sua incidência legal, ou seja que não existe repercussão. Na maioria dos casos⁸, a introdução de um imposto sobre o consumo de um determinado bem gera um novo equilíbrio de mercado, no qual parte da carga fiscal é suportada pelos produtores, numa proporção que depende da elasticidade relativa das curvas da procura e da oferta. Este tipo de consideração não é tido em conta na análise desenvolvida neste artigo. A respeito do exercício são ainda de destacar quatro pon-

(8) Com excepção das situações em que a curva da procura é perfeitamente inelástica ou a curva da oferta é perfeitamente elástica que levam a que a totalidade da carga fiscal seja suportada pelos consumidores.

tos. Em primeiro lugar, excluíram-se as observações relativas às Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira por estarem sujeitas a uma estrutura de taxas de IVA diferente da do Continente. Em segundo lugar, por desagregação insuficiente da despesa no IDEF, foi necessário nalgumas categorias repartir a despesa com base nas proporções resultantes do anterior inquérito (Inquérito aos Orçamentos Familiares de 2000)⁹. Em terceiro lugar, a análise está restringida ao IVA, apesar de outros impostos indirectos afectarem os dados recolhidos como, por exemplo, o Imposto sobre os Produtos Petrolíferos no caso da despesa em combustíveis e o Imposto Automóvel relativamente aos gastos com a aquisição de novas viaturas. Com efeito, a informação disponibilizada não permite fazer uma boa estimativa destes efeitos, pelo que se optou pela sua não inclusão na análise. Por último, no IDEF, os dados sobre a despesa dos agregados familiares foram recolhidos entre Outubro de 2005 e Outubro de 2006, pelo que se encontrava em vigor a taxa normal do IVA de 21 por cento.

A classificação dos impostos quanto aos seus efeitos redistributivos não é imediata. Em termos teóricos, para um dado nível de rendimento, diz-se que um imposto é proporcional quando a elasticidade do imposto face ao rendimento é igual a um, progressivo se a elasticidade excede esse valor e regressivo se a elasticidade for inferior à unidade. Do mesmo modo, pode mostrar-se que esta definição de progressividade é equivalente a considerar-se um imposto como proporcional, progressivo ou regressivo quando a taxa marginal do imposto é igual, superior ou inferior à taxa média do imposto. Para além das dificuldades na implementação prática, esta definição levanta questões adicionais no caso da tributação indirecta. Com efeito, a taxa média de imposto pode ser definida como o rácio entre o montante de impostos indirectos suportado e o rendimento $\left(\bar{T}_R = \frac{Imp.}{Rend.}\right)$ ou a despesa $\left(\bar{T}_D = \frac{Imp.}{Desp.}\right)$.

A classificação de um imposto indirecto quanto aos efeitos redistributivos passa pela análise de como estas taxas médias evoluem com o nível de rendimento¹⁰. Assim, um imposto indirecto será progressivo, proporcional ou regressivo relativamente ao rendimento se a respectiva taxa média $\left(\bar{T}_R\right)$ aumentar, permanecer constante ou diminuir ao longo da distribuição do rendimento. De modo análogo, um imposto indirecto será progressivo, proporcional ou regressivo relativamente à despesa se a relação entre a taxa média \bar{T}_D e o rendimento for crescente, constante ou decrescente. No caso específico deste artigo, o imposto em causa é o IVA, a despesa utilizada no cálculo da taxa média \bar{T}_D é a despesa sem IVA do agregado, o denominador de \bar{T}_R é o rendimento líquido do agregado e a distribuição do rendimento relevante para a determinação dos efeitos redistributivos é a do rendimento líquido por adulto equivalente. De notar que, no caso da análise da progressividade/regressividade da tributação indirecta face ao rendimento seria mais útil utilizar o conceito de rendimento bruto no cálculo da taxa média, de forma a permitir concluir se o sistema de tributação sobre o consumo atenua ou acentua a

(9) Este procedimento foi adoptado nas seguintes categorias de despesa: pão e produtos de padaria, bolachas e biscoitos; outros produtos à base de cereais; salsicharia, carne seca, salgada ou fumada e miudezas; conservas de peixe, crustáceos e moluscos, produtos preparados e semi-preparados; mel e produtos açucarados à base de frutas; sal e especiarias; fermentos preparados e sopas; taxas de televisão e rádio e aluguer de equipamento para distração e cultura.

(10) O rendimento é a base de tributação mais frequentemente utilizada, uma vez que representa uma medida indirecta da capacidade a pagar e do nível de bem-estar dos agregados. No entanto, alguns autores argumentam que uma base de tributação mais justa é o consumo por corresponder ao que os indivíduos retiram da sociedade. A diferença entre as duas não é tão evidente no caso de se considerar alternativamente o rendimento permanente, perspectiva também apresentada na literatura.

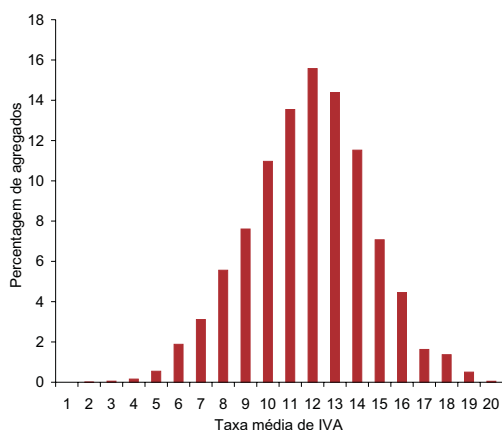
natureza progressiva da tributação sobre o rendimento. Os dados sobre o rendimento bruto não estão, no entanto, disponíveis na informação do IDEF a que se teve acesso.

O Gráfico 6 apresenta a distribuição da taxa média de IVA pelo número de agregados. A maioria dos agregados (cerca de 65 por cento dos agregados) suportava, em 2005-2006, uma taxa média de IVA entre 10 e 14 por cento. A mediana e a média não ponderada desta distribuição são muito próximas e ascendem a quase 12 por cento (a taxa média seria ligeiramente mais elevada no caso de ser ponderada pela despesa de cada agregado familiar). De notar que esta taxa média de IVA pode diferir da implícita na economia no seu conjunto, uma vez que apenas tem em conta o IVA pago pelas famílias. Com efeito, quer o sector das empresas, quer as administrações públicas, suportam IVA não dedutível enquanto consumidores finais e na produção de bens e serviços isentos que não é considerado nesta análise.

O Gráfico 7 mostra a proporção da despesa líquida de IVA por taxas de IVA e decis de rendimento líquido por adulto equivalente no IDEF. De acordo com os resultados obtidos, à medida que o rendimento líquido por adulto equivalente aumenta, a proporção de despesa sujeita à taxa reduzida de IVA diminui e a sujeita à taxa normal aumenta. Com efeito, no primeiro decil de rendimento as proporções de despesa sujeita às taxas reduzida e normal ascendem a 43 e 37 por cento, respectivamente, enquanto no último decil de rendimento se cifram em 29 e 47 por cento. O peso da despesa isenta na despesa total é muito constante ao longo da distribuição do rendimento, com excepção dos rendimentos mais elevados onde se observa um ligeiro aumento. Este resultado deverá decorrer, em larga medida, do padrão de despesa em educação atrás referido. A proporção do consumo sujeito à taxa intermédia é muito estável ao longo de toda a distribuição do rendimento. No seu conjunto, esta análise parece sugerir que o IVA será moderadamente progressivo face à despesa mas, relativamente ao rendimento, o Gráfico 7 não nos permite antecipar o resultado. Esta hipótese é confirmada pelo Gráfi-

Gráfico 6

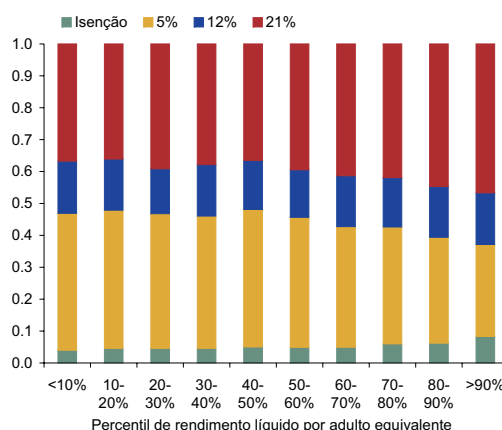
DISTRIBUIÇÃO DO NÚMERO DE AGREGADOS POR TAXA MÉDIA DE IVA



Fontes: Instituto Nacional de Estatística e cálculos dos autores.

Gráfico 7

REPARTIÇÃO DA DESPESA (LÍQUIDA DE IVA) POR TAXAS DE IVA



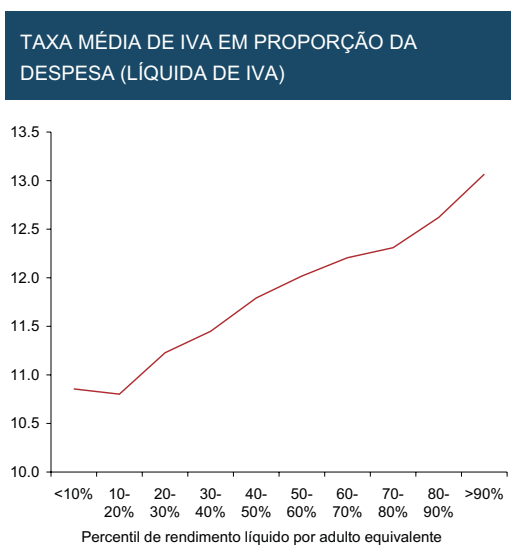
Fontes: Instituto Nacional de Estatística e cálculos dos autores.

co 8 que mostra a relação crescente entre a taxa média de IVA relativamente à despesa líquida de imposto e a distribuição do rendimento líquido por adulto equivalente, com excepção da passagem do primeiro para o segundo decil de rendimento onde o IVA aparenta ser proporcional.

A análise da progressividade/regressividade do IVA em relação ao rendimento é ilustrada pelo Gráfico 9, que apresenta a relação entre a taxa média do imposto, definida como o IVA em percentagem do rendimento líquido do agregado familiar, e a distribuição do rendimento líquido por adulto equivalente. O IVA surge como claramente regressivo quando se passa do primeiro decil para o segundo decil de rendimento, embora este resultado possa estar em alguns casos afectado por rendimentos líquidos monetários declarados muito baixos, em particular dada a despesa realizada. A regressividade mantém-se ao longo da restante distribuição do rendimento líquido, embora atenuada (com casos de proporcionalidade entre alguns decis de rendimento). Este resultado está em linha com a hipótese de uma propensão média a consumir decrescente com o nível de rendimento, que atenua de forma significativa as características progressivas do IVA em relação à despesa. De facto, a propensão média a consumir varia entre 1.75 e 0.58 no primeiro e no último decil de rendimento, respectivamente.

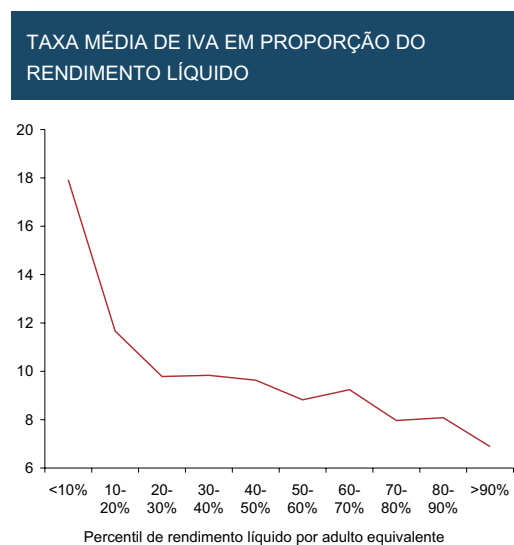
Como já foi destacado inicialmente, os instrumentos de política utilizados com o objectivo de promover a equidade numa determinada economia devem ser analisados no seu conjunto. Os resultados obtidos neste artigo sugerem que o sistema de IVA actualmente em vigor em Portugal não é um instrumento eficaz para complementar a política redistributiva, centrada essencialmente nos impostos sobre o rendimento e pelas transferências sociais. Com efeito, uma estrutura diferenciada de taxas de IVA reduz substancialmente os ganhos de eficiência associados à obtenção de uma parte importante das receitas fiscais através da tributação sobre o consumo, sem contribuir significativamente para a redistribuição¹¹. Esta perspectiva é consistente com os resultados de Correia (2010) que conclui, num

Gráfico 8



Fontes: Instituto Nacional de Estatística e cálculos dos autores.

Gráfico 9



Fontes: Instituto Nacional de Estatística e cálculos dos autores.

(11) Com efeito, apenas na hipótese de procuras independentes, poderia ser possível minimizar a carga excedente associada à tributação sobre o consumo introduzindo uma estrutura diferenciada de taxas, desde que se tributasse mais fortemente os bens com procuras mais rígidas, como por exemplo é o caso dos bens alimentares. Tal seria, no entanto, exactamente o oposto ao pretendido em termos redistributivos.

contexto de equilíbrio geral, que um imposto sobre o consumo com taxa única, conjugado com uma transferência *lump-sum* para os agregados familiares, pode ser utilizado em conjunto com um imposto sobre o rendimento do trabalho também com taxa única para obter um determinado nível de receita fiscal, sem custos em termos de eficiência e ganhos em termos de equidade.

A análise dos efeitos redistributivos do IVA em Portugal já foi objecto de dois estudos anteriores: Albuquerque e Neves (1994) e Rodrigues *et al.* (2002). No primeiro caso, os autores utilizaram os dados do Inquérito aos Orçamentos Familiares de 1990 e o estudo era mais abrangente uma vez que focava outros impostos indirectos como o Imposto sobre os Produtos Petrolíferos e o Imposto sobre o Tabaco. Estes autores concluíram que o IVA era claramente progressivo em relação à despesa e ao rendimento disponível, neste último caso quando se excluía o primeiro quartil da distribuição do rendimento disponível. No segundo caso, os autores utilizaram o Inquérito aos Orçamentos Familiares de 2000 e centraram-se apenas no IVA. Nas suas principais conclusões confirmaram a perspectiva de Albuquerque e Neves (1994) relativamente ao facto do IVA ser um imposto progressivo quando se considera a carga fiscal em relação à despesa. No entanto, em relação ao rendimento, passam a classificar o imposto como regressivo, o que está em linha com os resultados agora obtidos.

5. DECOMPOSIÇÃO DOS EFEITOS REDISTRIBUTIVOS DO IVA EM PORTUGAL

Em termos práticos, os instrumentos e indicadores utilizados para medir os efeitos redistributivos da tributação são muito diversificados. A curva de Lorenz, que representa a relação entre a função distribuição da população e a função distribuição do rendimento, tem sido nas últimas décadas a ferramenta gráfica mais utilizada para visualizar e comparar a desigualdade no rendimento. A medição da distância entre a curva de Lorenz e a linha de igualdade perfeita do rendimento, em que as proporções da população e do rendimento são idênticas, é muito útil e é nela que se baseia o conceito de índice de Gini. Com efeito, este índice representa o dobro da área entre a linha de igualdade perfeita do rendimento e a curva de Lorenz e, como tal, assume o valor zero no caso de igualdade perfeita na distribuição do rendimento e é igual à unidade quando a desigualdade for máxima. Ao longo dos anos, diversos índices para avaliação da progressividade da tributação baseados nestes conceitos têm sido sugeridos e utilizados (ver Kiefer (1984) para uma descrição e avaliação crítica de diversos índices de progressividade). A maioria destes indicadores baseia-se na comparação ou entre os índices de Gini antes e após tributação ou entre os índices de Gini antes de tributação e do imposto¹². De referir que, pela sua forma de construção e interpretação, estes indicadores são úteis para avaliar a progressividade do IVA relativamente à despesa mas não permitem determinar o efeito da tributação indirecta na distribuição do rendimento, como também seria interessante no âmbito deste artigo.

De entre estes indicadores é de destacar a medida referida na literatura como o índice Reynolds-Smolensky (1977), através da qual o efeito redistributivo de uma estrutura de tributação pode

(12) O uso do índice de Gini como medida de desigualdade tem sido criticado na literatura. Em particular, desde o trabalho de Atkinson (1970) tem-se procurado avaliar as implicações do índice de Gini em termos de bem-estar social. Este continua, no entanto, a ser utilizado de forma muito generalizada nas aplicações empíricas.

ser medido pelo grau em que esta altera o índice de Gini antes de tributação face ao índice de Gini após imposto, isto é, $L = G_y - G_x$ (onde G_y é o índice de Gini antes de imposto e G_x é o índice de Gini após imposto). Os resultados aplicados à despesa por adulto equivalente antes e após IVA com base nos dados do IDEF são apresentados no Quadro 1. Tal como se pode observar, a desigualdade da distribuição da despesa incluindo IVA é ligeiramente superior à da despesa antes de IVA, o que confirma a classificação deste imposto como moderadamente progressivo face à despesa. Em termos estatísticos, a diferença na desigualdade é significativa, uma vez que é consideravelmente superior a dois desvios-padrão.

O trabalho desenvolvido por Aronson *et al.* (1994) permite decompor o efeito redistributivo da tributação, medido pelo índice Reynolds-Smolensky, nas componentes vertical, horizontal e de reordenação. A componente vertical mede o efeito redistributivo da tributação que é derivado através da atribuição a cada agregado da taxa média de imposto suportada pelos agregados semelhantes em termos de despesa antes de tributação em sede de IVA. A desigualdade horizontal está relacionada com o tratamento “desigual de iguais”, isto é, agregados com o mesmo nível de despesa que estão sujeitos a diferentes taxas médias do imposto. A reordenação refere-se ao tratamento “desigual de desiguais”, ou seja, a ordenação dos agregados com diferentes níveis de despesa antes de imposto pode ser alterada em resultado do sistema de tributação. A redistribuição efectiva é afectada pelos efeitos horizontais e de reordenação, que são indesejáveis do ponto de vista do decisor político. Com efeito, a justiça no tratamento relativo dos diferentes indivíduos por via do sistema de tributação é uma das cinco características desejáveis de um sistema de tributação apresentadas na literatura¹³. O Gráfico 10, baseado no referido artigo, é muito útil para compreender esta decomposição. Seja T_i a função imposto de um agregado familiar i com despesa y que assume a seguinte forma $T_i = T(y) + u_i(y)$, onde $\frac{T(y)}{y}$ é crescente, $T'(y) > 1$ e $u_i(y)$ é um termo de “perturbação” que tem média igual a zero em cada nível de despesa. Este tipo de imposto introduz tratamento “desigual de iguais” através do termo de “perturbação”, a que correspondem as bandas na figura. Adicionalmente, pode também gerar efeito de reordenação, como no gráfico surge no caso de sobreposição de duas bandas. Com efeito,

Quadro 1

ÍNDICE REYNOLDS-SMOLENSKY				
	Índice de Gini antes de IVA (G _y)	Desvio padrão de G _y	Índice de Gini após IVA (G _x)	Efeito redistributivo (L=G _y -G _x)
IDEF (2005-2006)				
Despesa por adulto equivalente	0.362046	0.000155	0.367175	-0.005129

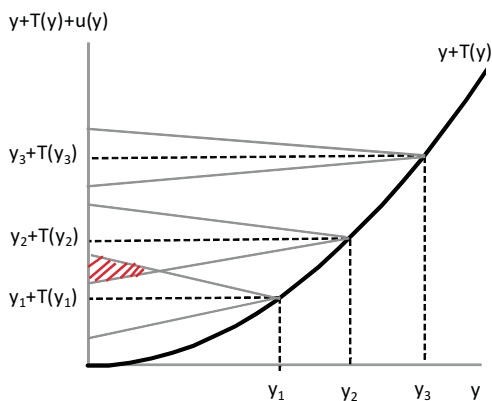
Fonte: Cálculos dos autores.

Nota: Os índices de Gini e respectivos desvios-padrão foram calculados com base no software DASP de Araar e Duclos (2009).

(13) As outras quatro características de um bom sistema de tributação são: a eficiência, a simplicidade administrativa, a flexibilidade a diferentes circunstâncias económicas e a responsabilidade política (Stiglitz J. (2000)).

Gráfico 10

UMA ILUSTRAÇÃO DA DECOMPOSIÇÃO DOS EFEITOS REDISTRIBUTIVOS DA TRIBUTAÇÃO



Fonte: Baseado em Aronson *et al.* (1994).

nesta área, a ordenação antes de tributação entre os agregados familiares 1 e 2 pode inverter-se após imposto.

No contexto da tributação sobre o rendimento, os efeitos horizontais e de reordenação decorrem da existência de diferentes abatimentos e deduções à colecta que dependem de características dos indivíduos não relacionadas com o nível de rendimento ou que estão sujeitas a limites específicos. No caso da tributação indirecta, estes efeitos surgem porque agregados com o mesmo nível de despesa total não têm necessariamente a mesma composição por bens e serviços, mesmo controlando para a diferente composição do agregado, e o imposto apresenta na sua estrutura diferentes taxas.

De acordo com Aronson *et al.* (1994), numa população dividida em N classes ($k = 1, \dots, N$), tais que em cada classe os agregados têm valores de despesa antes de imposto (y_k) similares, organizados por ordem crescente ($y_1 < y_2 < \dots < y_N$), o efeito redistributivo total pode ser escrito como:

$$L = (G_y - G_0) - \sum_{k=1}^N \theta_k G_k - R, \text{ onde } G_0 \text{ representa o índice de Gini da despesa após imposto obtido}$$

pela substituição da despesa após imposto por uma nova despesa obtida através da aplicação da taxa média de imposto da classe; θ_k é o produto da percentagem da população pela percentagem da despesa após imposto da classe k ; G_k é o índice de Gini da despesa após imposto da classe k ; R é o efeito de reordenação.¹⁴ Os primeiros dois termos medem a redistribuição vertical, V , e a desigualdade horizontal (tratamento “desigual de iguais”), H , respectivamente. De acordo com Atkinson (1979) e Plotnick (1981), o efeito da reordenação, R , pode ser medido como $R = G_x - C_x$, onde C_x é o índice

(14) Se classes de agregados quase-idênticos são utilizados, como acontece necessariamente nas aplicações a dados de inquéritos, a fórmula apresentada tem de ser ligeiramente modificada, tal como descrito em van de Ven *et al.* (2001). Em particular, G_y é obtido quando a despesa antes de imposto é substituída pela média aritmética de cada classe.

de Gini da despesa após imposto calculado tendo por base a ordenação da distribuição da despesa antes de imposto. Assim, $L = V - H - R$.

Na prática, não se observam despesas antes de imposto exactamente iguais entre agregados pelo que a decomposição atrás referida não pode ser aplicada directamente. Esta questão foi estudada em detalhe por van de Ven *et al.* (2001). Estes autores concluíram que o uso de classes arbitrárias de “quase iguais” leva a resultados contraditórios. No entanto, a análise revelou que o aumento da dimensão das classes utilizadas para identificar “quase iguais” tem dois efeitos, um que melhora e outro que piora a estimativa da redistribuição efectiva. Com efeito, à medida que o número de classes diminui, o facto de se trabalhar com as médias aritméticas da despesa antes de imposto das classes de “quase iguais” reduz o grau de violação da hipótese de progressividade da estrutura de tributação (há um aumento de H e R e, conseqüentemente, de V). Pelo contrário, a inclusão de agregados mais diferenciados nas classes de “quase iguais” implica que uma proporção crescente de V e R observados numa dada população amostral são atribuídos a H (o efeito sobre H é, deste modo, indeterminado). A combinação dos dois efeitos sugere que existe uma dimensão óptima das classes de “quase iguais” que minimiza o erro associado com a estimativa do impacto da redistribuição efectiva. Na prática esta pode ser obtida através da maximização da estimativa derivada para V . Após este passo, a medida de reordenação, R , pode ser obtida directamente dos valores não agrupados e o efeito horizontal pode ser finalmente derivado utilizando $H = V - R - L$.

Os resultados da aplicação desta metodologia ao IVA em Portugal com base na informação do IDEF estão apresentados no Quadro 2. A amplitude do intervalo da despesa antes de IVA relevante para a definição das classes de “quase iguais”, obtida pela maximização do efeito redistributivo vertical, é de 50 euros anuais. O facto da amplitude do intervalo ser muito reduzida significa que os ganhos em termos redistributivos derivados das médias de despesa se esgotam rapidamente face ao custo de se estar a incluir nas diferentes classes agregados heterogéneos quanto ao seu nível de despesa. De acordo com os valores obtidos, o efeito horizontal da tributação em sede de IVA é muito pequeno, não estando a contribuir de forma significativa para a redução do efeito redistributivo total (o contributo é de apenas -0.3 por cento). De facto, não seria de antecipar que agregados com níveis de despesa antes de imposto próximos fossem sujeitos a taxas efectivas de IVA muito diferenciadas. O efeito de reordenação é mais expressivo, sendo que 3.5 por cento do efeito redistributivo total em 2005-2006 é proveniente do facto da ordenação de agregados com diferentes níveis de despesa antes de imposto ser alterada em resultado do sistema de tributação em sede de IVA. No seu conjunto, estes resultados

Quadro 2

RESULTADOS DA DECOMPOSIÇÃO DOS EFEITOS REDISTRIBUTIVOS DO IVA							
	L	V	% de L	100H	% de L	100R	% de L
IDEF (2005-2006)							
Despesa por adulto equivalente	-0.0051	-0.0050	96.8	-0.0017	-0.3	0.0181	3.5

Fonte: Cálculos dos autores.

Nota: Os cálculos foram realizados utilizando o software DASP de Araar e Duclos (2009).

revelam que a progressividade do IVA quanto à despesa é relativamente pouco afectada por factores indesejáveis quando se tem em conta a justiça relativa de um sistema de tributação.

6. CONCLUSÕES

As questões redistributivas no âmbito do IVA em Portugal foram sempre importantes e terão justificado a adopção de uma estrutura de taxas diferenciada aquando da sua implementação. Adicionalmente, o facto de nos últimos anos o IVA ter sido utilizado frequentemente como instrumento de política orçamental, torna ainda mais relevante uma apreciação actual dos seus efeitos redistributivos. A análise desenvolvida neste artigo baseia-se na informação incluída no IDEF e pretende avaliar a progressividade/regressividade do imposto, com a estrutura que apresentava em 2005-2006.

No que respeita aos padrões de consumo, os resultados obtidos para a relação entre a proporção da despesa e a distribuição do rendimento líquido por classes de bens e serviços parece, na maioria dos casos, em linha com a teoria económica, no sentido desta ser negativa no caso de bens como a alimentação e positiva no caso de bens e serviços como o lazer a distração e a cultura e os hotéis, restaurantes, cafés e similares. É ainda importante destacar que nalguns casos de bens e serviços isentos ou sujeitos às taxas reduzida e intermédia de IVA, em particular no ensino, se observa uma relação positiva entre a proporção da despesa e o nível do rendimento. Este resultado parece apontar para que outro tipo de motivação, como por exemplo o facto de se tratar de bens de mérito, possa também ter justificado a escolha da lista de isenções e da estrutura diferenciada de taxas no IVA.

Em relação à despesa, o IVA surge como um imposto moderadamente progressivo, com excepção da passagem do primeiro para o segundo decil de rendimento onde aparenta ser proporcional. Este resultado é confirmado pelo índice Reynolds-Smolensky, que apresenta um valor negativo e estatisticamente significativo. Relativamente ao rendimento, o IVA revela-se como claramente regressivo quando se passa do primeiro para o segundo decil de rendimento, embora este resultado possa nalguns casos estar afectado por rendimentos líquidos monetários declarados muito baixos, em particular dada a despesa realizada. A regressividade mantém-se ao longo da restante distribuição do rendimento líquido, mas atenuada (com alguns casos de proporcionalidade entre alguns decis de rendimento). Uma vez que a estrutura diferenciada de taxas no IVA leva a custos com a administração importantes e limita fortemente os ganhos de eficiência associados à alteração da composição da carga fiscal em favor da tributação sobre o consumo, a redistribuição do rendimento deverá ser prosseguida predominantemente por via de outros instrumentos como a tributação directa e as transferências sociais.

Por último, desenvolveu-se uma análise baseada na decomposição dos efeitos redistributivos do IVA face à despesa em efeito vertical, horizontal e de reordenação. O objectivo foi o de averiguar se os efeitos horizontal e de reordenação, indesejáveis do ponto de vista da justiça de um sistema de tributação, eram importantes no caso do IVA em Portugal. A conclusão foi que estes efeitos são pouco expressivos e, como tal, podem ser ignorados.

REFERÊNCIAS

- Albuquerque, R. e Neves, P. (1994), "Efeitos redistributivos da tributação indirecta em Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Trimestral*, vol. 16, Setembro/Dezembro, pp. 43-56.
- Araar, A. e Duclos, J. (2009), "DASP: Distributive Analysis Stata Package (version 2.0)", Université Laval, PEP, *CIRPÉE and World Bank*.
- Aronson, J., Johnson, P. and Lambert, P. (1994), "Redistributive effect and unequal tax treatment", *Economic Journal*, vol. 104, pp. 262-70.
- Atkinson, A. (1970), "On the measurement of inequality", *Journal of Economic Theory*, vol. 2, pp. 244-263.
- Atkinson, A. (1979), "Horizontal equity and the distribution of the tax burden", *The Economics of Taxation*, Brookings Institution, Washington, pp. 3-18.
- Braz, C. (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma actualização", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Inverno*, vol. 12, pp. 75-94.
- Comissão Europeia (2009), *Taxation trends in the European Union*, Comissão Europeia.
- Correia, I. (2010), "Consumption taxes and redistribution", *American Economic Review*, forthcoming.
- Kiefer, D. (1984), "Distributional tax progressivity indexes", *National Tax Journal*, vol. XXXVII, pp. 497-513.
- Kremer, J., Braz, C., Brosens, T., Langenus, G., Momigliano, S. e Spolander, M. (2006), "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", ECB *Working Paper*, 579.
- Plotnick, R. (1981), "A measure of horizontal inequity", *Review of Economics and Statistics*, vol. 63, pp. 283-287.
- Reynolds, M. e Smolensky, E. (1977), "Post-fisc distributions of income in 1950, 1961 and 1970", *Public Finance Quarterly*, vol. 11, pp. 109-120.
- Rodrigues, C., Parente, P. e Bago d'Uva, T. (2002), "Efeito Distributivo do aumento da taxa normal do IVA", Direcção Geral de Estudos e Previsão do Ministério das Finanças, *Documento de Trabalho* nº 30.
- Stiglitz J. (2000), *The economics of the public sector*, (third edition), W. W. Norton and Company eds, New York/London.
- van de Ven, J., Creedy, J. and Lambert, P. (2001), "Close equals and calculation of the vertical, horizontal and reranking effects of taxation", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 63, nº 3, pp. 381-394.

ANÁLISE DE REVISÕES: O CASO DAS EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES PORTUGUESAS*

Fátima Cardoso**

Cláudia Duarte**

1. INTRODUÇÃO

Os dados de exportações e importações são de extrema importância para a análise macroeconómica em diversas áreas (como, por exemplo, as contas nacionais e a balança de pagamentos), mais ainda no caso de uma pequena economia aberta como Portugal. Tal como sucede com grande parte dos dados económicos, as estatísticas do comércio internacional sofrem revisões. A existência de revisões pode ter implicações, não apenas na análise económica mas também nas decisões de política económica, uma vez que essas revisões podem alterar a avaliação e as previsões de evolução da actividade económica. Neste artigo, analisam-se as revisões das séries relativas ao total de exportações e importações de bens, em termos nominais, publicadas pelo Instituto Nacional de Estatística (INE). Para esta análise foi necessário recolher as séries subjacentes, tal como foram publicadas em cada período (as *vintages*) – isto é, foi necessário construir uma base de dados em tempo real.

Apesar de as revisões introduzirem incerteza, a existência das revisões não é necessariamente um factor negativo. Deve ter-se em conta que o principal objectivo das revisões é melhorar a qualidade dos dados preliminares e obter estimativas posteriores cada vez mais próximas da “verdade”. Dado que existe um *trade-off* inerente à produção estatística entre o tempo de divulgação e o grau de cobertura dos dados, umas das razões para as revisões das estatísticas oficiais é a incorporação de nova (ou mais completa) informação, apenas disponível após a primeira publicação dos dados. As publicações subsequentes constituem também oportunidades de correcção de erros, seja nos dados de base ou de computação. Assim, séries que não sofrem revisões não devem ser assumidas, *a priori*, como sendo de maior qualidade do que as que são revistas.

A análise de revisões consiste em quantificar as revisões dos dados e avaliar o seu comportamento. Por exemplo, Croushore e Stark (2001) descrevem as propriedades das revisões de diversas séries temporais para os Estados Unidos. Para o Reino Unido, Meader (2007) e George (2005) apresentam uma análise de revisões da taxa de crescimento do PIB e suas componentes, enquanto Turner (2005) usa dados trimestrais da balança de pagamentos. McKenzie (2006) analisa as revisões de alguns indicadores de actividade económica para os países membros da OCDE e um conjunto seleccionado de países não membros. BCE (2009) apresenta algumas medidas sumárias para as revisões às pri-

* As autoras agradecem os comentários de Ildeberta Abreu, Nuno Alves, Sónia Cabral, Mário Centeno, Paulo Esteves, Ricardo Félix, Ana C. Leal e António Rua. As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade das autoras, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade das autoras.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

meiras estimativas do PIB e suas componentes, para a área do euro e para as seis maiores economias da área. Similarmente, Kholodilin e Siliverstivs (2009) avaliam a qualidade das primeiras estimativas das contas nacionais alemãs. Para Portugal, José (2004) apresenta um conjunto de estatísticas sumárias relativas às revisões aos dados das contas nacionais trimestrais.

A análise de revisões debruça-se sobre a fiabilidade (*reliability*) dos dados preliminares como estimativas dos valores finais, e não a sua precisão (*accuracy*), isto é, a aproximação aos “verdadeiros” valores da série subjacente (Meader (2007)). Para que as primeiras estimativas sejam fiáveis, as revisões devem ser “bem comportadas”, tal como definido por Aruoba (2008). As principais características das revisões “bem comportadas” são: (i) a média das séries não deve mudar devido às revisões, pelo que as revisões devem ter média nula; (ii) a volatilidade das séries não deve ser significativamente afectada pela volatilidade das revisões, logo o desvio-padrão das revisões deve ser pequeno, comparativamente ao desvio-padrão da série revista; e (iii) dada a informação disponível aquando da estimativa inicial, as revisões não devem ser previsíveis, ou seja, as revisões devem incorporar “news” em vez de reduzirem “noise” (ver, entre outros, Mankiw e Shapiro (1986) e Faust *et al.* (2005)).

Esta análise é um passo crucial para avaliar o impacto das revisões em diferentes áreas, tais como: especificação de modelos e previsão (Koenig *et al.* (2003) e Cardoso e Duarte (2009) consideram modelos simples (uma equação), enquanto Kishor e Koenig (2005) e Jacobs e van Norden (2007), entre outros, recorrem ao filtro de Kalman); escolha de técnicas alternativas para a decomposição ciclo-tendência (Orphanides e van Norden (2002) e Döpke (2004)); critérios de informação para a selecção de modelos (Stark e Croushore (2002)); e, robustez de resultados amplamente reconhecidos de estudos macroeconómicos às bases de dados em tempo real (Croushore e Stark (2003)).

Sendo “revisão” um conceito muito abrangente, existem diferentes tipos de revisões, consoante os acontecimentos que as originam. Por exemplo, revisões regulares (ou *information-based*) resultam da incorporação de mais (mas menos atempada) informação de base, enquanto as revisões “benchmark” reflectem alterações metodológicas (ver McKenzie (2006) para uma lista sumária das razões para a existência de revisões das estatísticas oficiais). Assumindo que os actuais conceitos, classificações e metodologias são os mais relevantes para a análise económica e decisões políticas, as revisões *benchmark* não foram incluídas nesta análise. Em particular, este artigo pretende descrever as revisões regulares dos dados das exportações e importações portuguesas, apresentando alguma evidência empírica sobre as revisões das taxas de variação homóloga, entre a primeira divulgação e a estimativa após um ano.

O resto do artigo está organizado da seguinte forma: na Secção 2, descreve-se a base de dados em tempo real utilizada. Na Secção 3, analisam-se as revisões dos dados das exportações e importações. A Secção 4 conclui.

2. BASE DE DADOS EM TEMPO REAL

As séries em análise neste artigo referem-se aos dados mensais de exportações e importações totais de bens publicados pelo INE numa base mensal. Estas séries cobrem o comércio intracomunitário (dados essencialmente obtidos a partir do questionário Intrastat) e o comércio extracomunitário (dados obtidos através das declarações alfandegárias). Para analisar as revisões destas séries, construiu-se uma base de dados em tempo real contendo a colecção de *vintages* dos dados de exportação e importação. De acordo com Croushore e Stark (2001) designa-se por *vintage* a informação mais recente disponível numa determinada data.

A primeira estimativa das exportações e importações para cada mês (apenas dados agregados) está disponível 40 dias após o fim do mês de referência, sendo publicada no contexto do *Special Data Dissemination Standard (SDDS)*¹. A segunda estimativa é publicada 70 dias após o fim do mês de referência, na publicação de estatísticas de comércio internacional, que inclui dados mais detalhados, desagregados por produto e por país. As estimativas subsequentes estão disponíveis com um desfazamento adicional de 30 dias, à medida que as publicações de comércio internacional vão sendo divulgadas (a terceira estimativa é divulgada 100 dias após o fim do mês de referência, a quarta estimativa é publicada 130 dias após o fim do mês de referência e assim sucessivamente). Actualmente (desde Agosto de 2009) a estimativa *SDDS* é divulgada sob a designação de estimativa rápida na publicação das estatísticas de comércio internacional. Isto significa que a primeira estimativa para um dados mês (m) é divulgada em simultâneo (e na mesma publicação) com a série revista até ao mês anterior ($m - 1$).

A publicação das estatísticas de comércio internacional inclui dados para o ano de referência (t) e para os 12 meses do ano anterior ($t - 1$). Por exemplo, não considerando as estimativas rápidas, a publicação divulgada em Setembro de 2007 inclui dados para o período de Janeiro de 2006 a Junho de 2007 e a publicação divulgada em Abril de 2008 inclui dados desde Janeiro de 2007 até Janeiro de 2008 (Quadro 1).

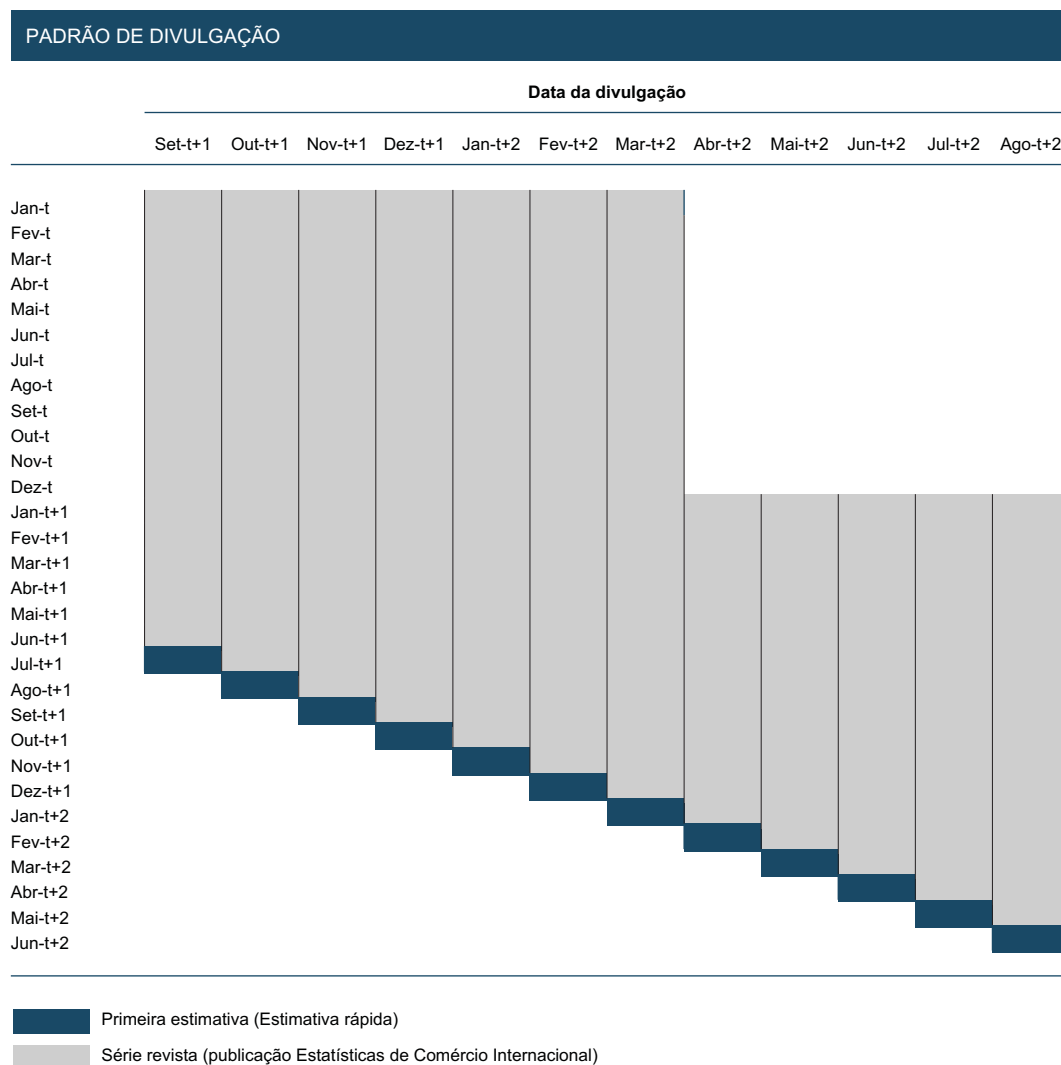
Uma vez que os dados do ano t normalmente deixam de ser divulgados a partir de Abril de $t + 2$ (quando a segunda estimativa para Janeiro de $t + 2$ é divulgada), assume-se que os dados mensais para o ano t divulgados em Março de $t + 2$ são os últimos dados disponíveis para esse período. Consequentemente, o número de potenciais revisões dos dados para cada mês do ano varia de acordo com o mês de referência, desde um mínimo de 13 vezes (no caso de Dezembro) até um máximo de 24 vezes (para Janeiro).

A base de dados em tempo real inclui *vintages* desde Março de 2006 até Agosto de 2009, cobrindo o período de Janeiro de 2004 em diante². O facto de a série temporal se iniciar apenas em Janeiro de

(1) O *SDDS* foi estabelecido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e visa orientar a divulgação de informação estatística feita pelos diversos países participantes.

(2) Implicitamente na análise que se segue, considera-se os dados disponíveis na *vintage* de Março de 2006 (de Janeiro de 2004 a Janeiro de 2006) como primeiras estimativas. Apesar de as estimativas para o período de Janeiro de 2004 a Dezembro de 2005 terem uma natureza ligeiramente diferente (em particular, quando comparadas com a primeira estimativa de Janeiro de 2006) inclui-los na análise não altera qualitativamente os resultados.

Quadro 1



2004 deve-se à existência de uma alteração da metodologia subjacente à compilação das estatísticas de comércio internacional, em Setembro de 2005 (em particular, na componente intracomunitária). As séries compiladas de acordo com a nova metodologia estão apenas disponíveis para o período a partir Janeiro de 2004.

Anteriormente a esta alteração metodológica, a estimativa da componente do comércio intra-comunitário consistia nos valores declarados pelas empresas nas declarações Intrastat recebidas até à data de fecho dos dados para a publicação. À medida que novas declarações iam sendo recebidas, os novos dados eram incorporados nas publicações subsequentes. Esta metodologia não permitia a utilização das taxas de variação implícitas em cada publicação, uma vez que os valores para diferentes períodos não eram comparáveis (em geral, os valores para períodos mais recentes eram subavaliados, reflectindo um período mais curto de recepção de dados e uma menor cobertura).

As principais alterações introduzidas com a nova metodologia foram a inclusão de estimativas para as

não-respostas e para os valores abaixo do limiar estatístico³ (para mais detalhes sobre a metodologia ver INE (2007) e INE (2006)). Assim, as estatísticas actuais de comércio internacional não incluem apenas dados declarados, tendo uma cobertura mais completa. Revisões a estes dados podem ocorrer à medida que as estimativas de não-resposta vão sendo substituídas por dados efectivos recebidos das empresas ou que é incorporada informação adicional (por exemplo, correcção de erros).

Em suma, a base de dados em tempo real contém 42 *vintages*, a primeira contendo dados para o período de Janeiro de 2004 a Janeiro de 2006, e a última cobrindo o período de Janeiro de 2004 a Junho de 2009.

3. ANÁLISE DE REVISÕES

Seja X_t^i a estimativa para o período t da *vintage* i . A revisão da estimativa para o período t , após j *vintages* é:

$$r_t^{i,j} = X_t^{i+j} - X_t^i \quad (1)$$

Dada esta definição, é possível calcular vários tipos de revisões, dependendo do tipo de dados considerados (por exemplo, níveis, taxas de variação em cadeia, taxas de variação homóloga), da sua periodicidade (mensal, trimestral, anual) e das *vintages* utilizadas (desde a primeira estimativa até à *vintage* mais recente).

Em particular, este artigo foca as revisões das taxas de variação homóloga. A utilização de taxas de variação é um procedimento habitual quando as séries não são estacionárias. Por outro lado, as taxas de variação homóloga são tipicamente utilizadas na análise económica de curto prazo em Portugal, em particular para aferir a evolução das exportações e importações. As taxas de variação homóloga atenuam a sazonalidade e outras flutuações mensais. Para além da frequência mensal (que é a frequência de divulgação dos dados) os dados trimestrais são também analisados. A frequência trimestral é largamente utilizada para avaliar a evolução da actividade económica global e na previsão, especialmente na análise de curto prazo, já que muitas estatísticas sumárias são calculadas numa base trimestral. A inclusão da frequência trimestral na análise justifica-se também, no caso de uma pequena economia aberta como Portugal, pelo facto de a evolução das exportações e importações ter um papel determinante na evolução da actividade económica, representada nos principais agregados das contas nacionais trimestrais.

Tal como a utilização de taxas de variação homóloga contribui para alisar as revisões quando comparadas com as das taxas de variação em cadeia (para mais detalhes ver Cardoso e Duarte (2009)), as revisões às taxas de variação homóloga trimestrais são também mais alisadas do que as revisões das taxas de variação homóloga mensais. Tendo em conta a relação entre as taxas de variação homóloga trimestrais (tvh) e mensais ($tvhm$), a relação entre as revisões dos dois tipos de taxas é dada pela seguinte expressão:

(3) As declarações Intrastat não são obrigatórias para as empresas com valores anuais de transacção inferiores a determinados limiares.

$$\begin{aligned}
 r_{\tau}^{i,j} &= tvht_{\tau}^{i+j} - tvht_{\tau}^i \\
 &= \sum_{m=0}^2 (tvhm_{t-m}^{i+j} - tvhm_{t-m}^i) \cdot \frac{X_{t-12-m}^i}{\sum_{h=0}^2 X_{t-12-h}^i} \\
 &+ \sum_{m=0}^2 tvhm_{t-m}^{i+j} \cdot \left(\frac{X_{t-12-m}^{i+j}}{\sum_{h=0}^2 X_{t-12-h}^{i+j}} - \frac{X_{t-12-m}^i}{\sum_{h=0}^2 X_{t-12-h}^i} \right)
 \end{aligned} \tag{2}$$

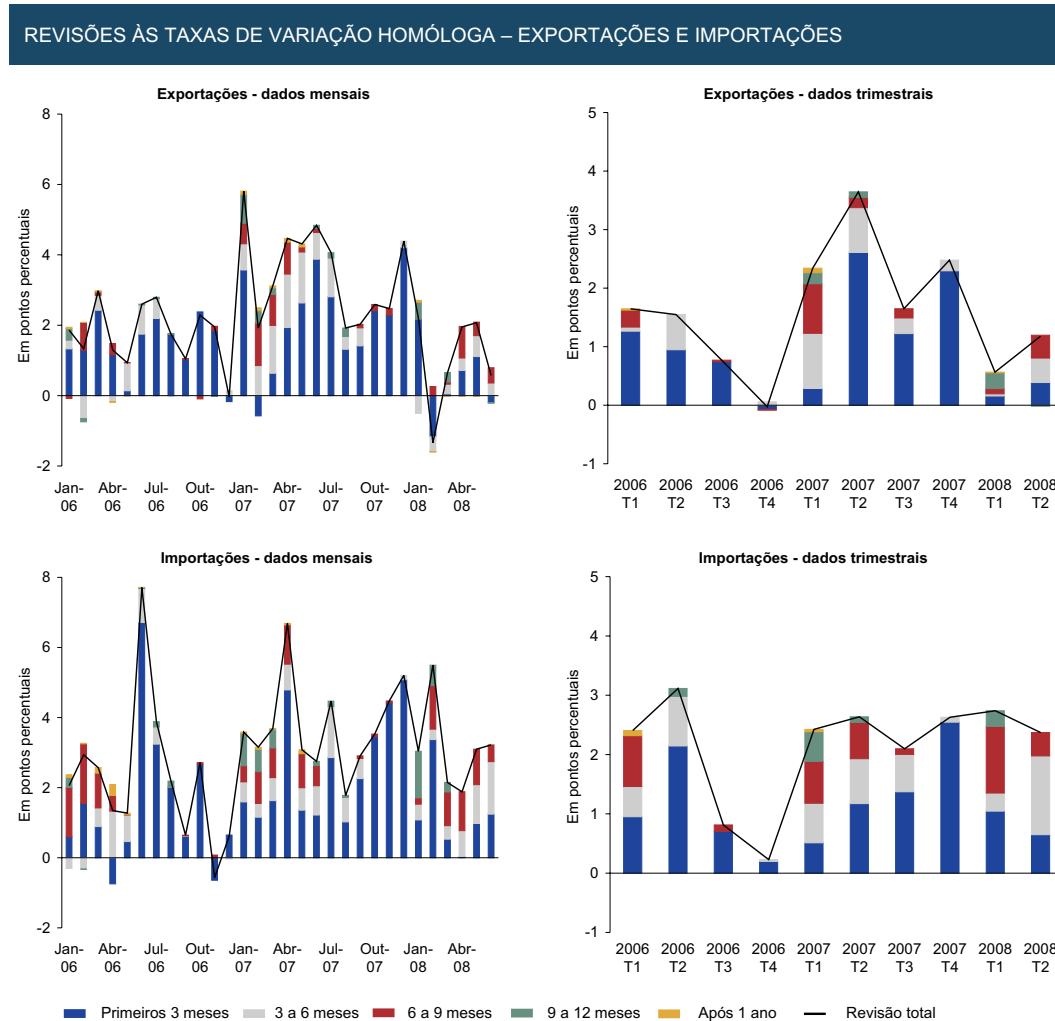
onde τ se refere a trimestres e t a meses. Assim, as revisões das $tvht_{\tau}$ são iguais a uma média ponderada das revisões das respectivas $tvhm_t$ ($m=0,1,2$) mais um termo corrector que tem em conta as revisões do pesos de cada mês no respectivo trimestre. Se os pesos relativos de cada mês no trimestre de referência não se alterarem significativamente de *vintage* para *vintage*, as revisões das taxas de variação homóloga trimestrais serão aproximadamente iguais às médias ponderadas das revisões das taxas de variação homóloga mensais dos três meses do respectivo trimestre, entre a *vintage* i e a *vintage* $i + j$.

No caso dos dados trimestrais, a primeira estimativa para cada trimestre é obtida com base nos dados da *vintage* publicada quando o último mês do trimestre é divulgado, a segunda estimativa corresponde à *vintage* divulgada três meses depois e assim sucessivamente. Isto significa que apenas as *vintages* referentes às estimativas de Março, Junho, Setembro e Dezembro são consideradas. Desta forma, a primeira estimativa trimestral resulta de versões menos preliminares do que a agregação das primeiras estimativas mensais correspondentes, já que inclui valores revistos para o primeiro e segundo meses do trimestre. Para além do processo de agregação, esta questão também deverá contribuir para um alisamento das revisões aos dados trimestrais quando comparadas com as revisões aos dados mensais.

O Gráfico 1 apresenta as revisões face às estimativas anteriores (mês anterior, no caso dos dados mensais e trimestre anterior no caso dos dados trimestrais). Este gráfico mostra que as revisões ocorrem maioritariamente nos primeiros meses de publicação. Em média, tanto para dados mensais como para dados trimestrais, pelo menos 60 por cento da revisão total ocorre nos primeiros três meses após a primeira estimativa, tanto nas exportações como nas importações. A magnitude das revisões efectuadas no período de 9 a 12 meses após a primeira divulgação é relativamente pequena quando comparada com a revisão total (menos de 10 por cento, para as exportações e importações), sendo as revisões após um ano negligenciáveis. Assim, e uma vez que os dados das *vintages* mais recentes se encontram em diferentes fases do processo de revisão, considerou-se como estimativa final a estimativa divulgada um ano após a primeira publicação.

De seguida apresenta-se uma caracterização das revisões acumuladas das taxas de variação homóloga, desde a primeira estimativa até à estimativa final (um ano depois). Para assegurar a comparabilidade e consistência ao longo da análise, todos os cálculos foram efectuados considerando uma janela fixa de estimativas (isto é, o mesmo número de observações). Por essa razão, a série das revisões termina em Junho 2008 (42 observações no caso dos dados mensais e 14 observações para os dados trimestrais). Uma vez que a amostra termina em Junho de 2009, para assegurar que todas as

Gráfico 1



Fontes: INE e cálculos das autoras.
 Nota: Revisões face à estimativas anteriores.

estimativas dispõem de pelo menos um ano para sofrer revisões, considerou-se apenas as revisões dos dados até Junho de 2008⁴.

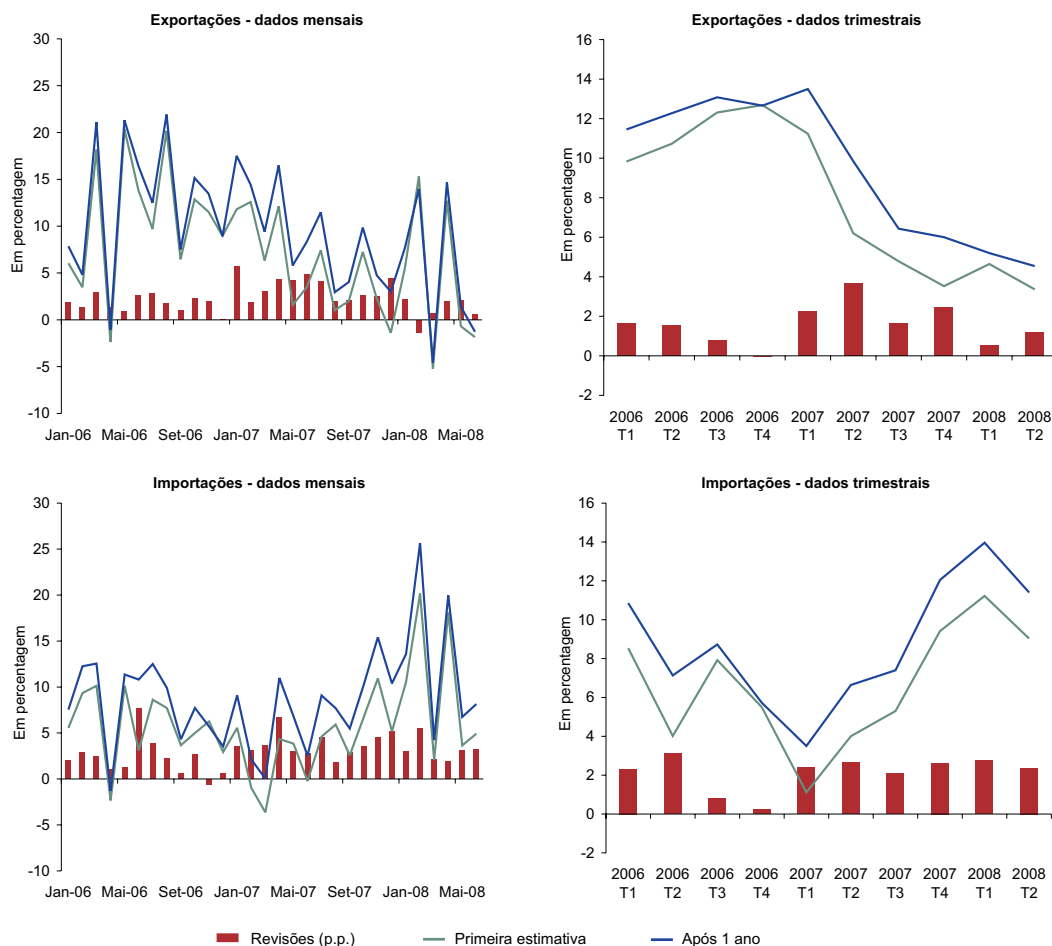
- *Dimensão e sinal das revisões*

O Gráfico 2 apresenta as taxas de variação homogênea das exportações e das importações, implícitas nas publicações da primeira estimativa e da estimativa final (um ano depois), com as revisões como diferencial. Observa-se que, em geral, as estimativas preliminares e finais têm uma evolução similar. Assim, o perfil de evolução das exportações e importações não é significativamente afectado pelas revisões. Esta evidência está em linha com os resultados do impacto das revisões sobre o sinal e a direcção (aceleração/desaceleração) das estimativas (Quadro 2). Tanto para as exportações como

(4) Para uma análise mais detalhada, incluindo revisões face às primeiras estimativas e às estimativas anteriores, tanto para taxas de variação em cadeia como para taxas de variação homogênea, ver Cardoso e Duarte (2009).

Gráfico 2

TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA DAS EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES: ESTIMATIVAS E REVISÕES FACE ÀS PRIMEIRAS ESTIMATIVAS



Fontes: INE e cálculos das autoras.

para as importações, mais de 90 por cento das estimativas finais têm o mesmo sinal das estimativas iniciais. No que se refere à direcção (aceleração/desaceleração), numa elevada percentagem dos casos a evolução das taxas de crescimento das exportações e das importações é idêntica na primeira estimativa e na final.

Por outro lado, ao longo do período analisado, a maior parte das revisões é estritamente positiva (mais de 90 por cento no caso das exportações e cerca de 80 por cento para as importações). As estimativas iniciais tendem a ser revistas para cima, pelo que a média das revisões é positiva⁵. Considerando os dados mensais, a média das revisões das taxas de variação homóloga das exportações e importações é de 1.7 e 2.2 pontos percentuais (p.p.), respectivamente. Para os dados trimestrais, estes valores são menores (como esperado) mas também positivos (1.2 p.p. no caso das exportações e 1.5 p.p. para as importações).

(5) Os resultados para a média das revisões são qualitativamente invariantes ao sinal das estimativas.

Quadro 2

ESTATÍSTICAS SUMÁRIAS DAS REVISÕES ÀS PRIMEIRAS ESTIMATIVAS APÓS UM ANO

Taxas de variação homóloga, Janeiro 2005 - Junho 2008

	Exportações		Importações	
	Dados mensais	Dados trimestrais	Dados mensais	Dados trimestrais
Min	-1.33	-0.03	-0.56	-0.23
Máx	5.71	3.65	7.71	3.11
% Positivos	92.86	92.86	83.33	78.57
% Sinal (tvh^{i+j}) = Sinal (tvh^i)	95.24	100.00	92.86	100.00
Direcção	95.12	76.92	95.12	100.00
Média	1.68	1.18	2.15	1.52
Teste de significância (rácio-t)	4.98 ***	3.44 ***	4.91 ***	3.65 ***
Média dos valores absolutos das revisões	1.75	1.18	2.23	1.56
Média relativa dos valores absolutos das revisões	0.20	0.16	0.28	0.20
Testes de normalidade				
Jarque-Bera	2.59	1.42	2.87	1.83
Doornik e Hansen	3.90	2.28	3.99	9.45 ***

Notas: % Positivos – Percentagem de revisões estritamente positivas. % Sinal (tvh^{i+j}) = Sinal (tvh^i) – Percentagem de observações para as quais o sinal das estimativas das *vintages* $i + j$ e i é idêntico. Direcção – Percentagem de observações para as quais a direcção (aceleração ou desaceleração) das estimativas na *vintage* $i + j$ e na *vintage* i é idêntica. *** assinala significância a 1 por cento, ** significância a 5 por cento e * a 10 por cento.

Os resultados para o teste de significância, obtidos usando desvios-padrão corrigidos de heterocedasticidade e autocorrelação, sugerem que a média das revisões é estatisticamente diferente de zero, tanto para os dados mensais como para os dados trimestrais (Quadro 2)⁶. Considerando um vasto conjunto de séries, Aruoba (2008) e Faust *et al.* (2005) obtiveram resultados similares para outros países. Para o Reino Unido, Meader (2007) e George (2005) apresentaram evidência de revisões médias positivas e estatisticamente significativas para as taxas de variação reais trimestrais das exportações e das importações. Para Portugal, José (2004) concluiu que as taxas de variação real da maioria das componentes das contas nacionais trimestrais portuguesas eram em média revistas para cima (em particular, as variáveis de comércio internacional) embora, em geral, as revisões não fossem significativamente diferentes de zero.

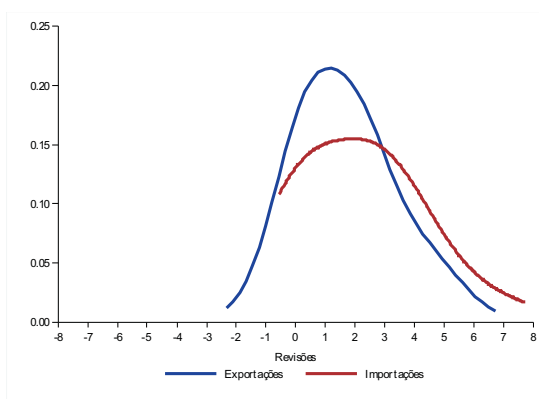
Os testes de significância para a média das revisões assentam na hipótese que as revisões têm uma distribuição normal. A normalidade das revisões foi também testada usando quer o teste de Jarque-Bera, quer o de Doornik e Hansen (2008), este último ajustado para pequenas amostras. Considerando um nível de significância de 5 por cento, a hipótese nula de normalidade não é rejeitada (Quadro 2). As distribuições empíricas também sugerem a existência de normalidade (Gráfico 3).

Outra questão analisada foi a sazonalidade das revisões, isto é, avaliou-se se existe evidência de que alguns meses são mais revistos do que outros. O Gráfico 4 apresenta as revisões médias das primeiras estimativas por mês de referência. No caso das exportações, Janeiro e Julho têm revisões médias superiores, enquanto nas importações Junho é o mês com maior revisão média. Contudo, utilizando a

(6) Considerando um nível de significância de 5 por cento. A utilização de rácios-*t* standard não altera qualitativamente os resultados. Ver, por exemplo, Di Fonzo (2005) para uma descrição do teste *t* corrigido.

Gráfico 3

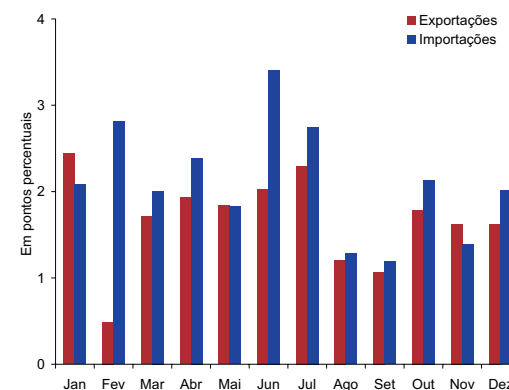
DISTRIBUIÇÕES EMPÍRICAS DAS REVISÕES



Fonte: Cálculos das autoras.

Gráfico 4

MÉDIAS DAS REVISÕES POR MÊS DE REFERÊNCIA



Fontes: INE e cálculos das autoras.

abordagem da análise da variância (ANOVA) para testar a igualdade das médias das 12 sub-amostras (uma para cada mês de referência), a hipótese nula da igualdade das médias não é rejeitada. Adicionalmente, no contexto de uma regressão com as revisões como variável dependente, tanto para as exportações como para as importações os coeficientes associados às *dummies* sazonais não são estatisticamente significativos⁷.

Uma vez que, no caso da média, as revisões de sinal contrário anulam-se (parcial ou totalmente) uma medida tipicamente utilizada para avaliar a dimensão das revisões é a média dos valores absolutos das revisões. Dado que as revisões aos dados em análise são, em geral, positivas, a revisão média dos valores absolutos é muito semelhante à revisão média (Quadro 2). Os resultados para a média relativa dos valores absolutos das revisões (isto é, a média dos valores absolutos das revisões dividida pela média dos valores absolutos da série subjacente na *vintage i + j*) sugerem que as variações homólogas mensais são passíveis de ser revistas, durante o ano que se segue à primeira estimativa, numa proporção de cerca de 20 por cento, no caso das exportações, e de 28 por cento, no caso das importações. Considerando dados trimestrais, os resultados são semelhantes (16 por cento, no caso das exportações e de 20 por cento, no caso das importações).

- *Volatilidade das revisões*

No que se refere à volatilidade, os desvios-padrão das revisões são apresentados no Quadro 3. Tendo em conta a variabilidade das séries, pode dizer-se que a volatilidade das revisões não apresenta valores significativamente elevados. Este facto é ilustrado pelo rácio ruído-sinal (*rácio noise-to-signal*) – rácio do desvio-padrão das revisões sobre o desvio-padrão das estimativas finais, como em Orpha-

(7) Esta evidência poderá estar condicionada pela dimensão da amostra.

Quadro 3

ESTATÍSTICAS DE VOLATILIDADE DAS REVISÕES ÀS PRIMEIRAS ESTIMATIVAS APÓS UM ANO
Taxas de variação homóloga, Janeiro 2005 - Junho 2008

	Exportações		Importações	
	Dados mensais	Dados trimestrais	Dados mensais	Dados trimestrais
Desvio-padrão	1.57	1.05	2.01	1.22
Rácio ruído-sinal	0.23	0.25	0.40	0.39
Desvio-padrão tvh^i	6.56	3.97	4.50	2.73
Desvio-padrão tvh^{i+j}	6.97	4.27	5.06	3.12

Notas: Desvio-padrão – Desvio-padrão das revisões. Rácio ruído-sinal – Rácio entre o desvio-padrão das revisões e o desvio-padrão da estimativa final. Considerando a Equação 1, Desvio-padrão tvh^i (tvh^{i+j}) refere-se ao desvio-padrão das estimativas da *vintage* i ($i+j$).

nides e van Norden (2002). Se esta medida for superior a um, então o *ruído* (desvio-padrão das revisões) sobrepõe-se ao *signal* (desvio-padrão dos dados finais). A escolha de valores de referência adicionais para avaliar esta medida é relativamente *ad-hoc* (por exemplo, Döpke (2004) considerou “pequenos” valores abaixo de 0.5). Dada a volatilidade dos dados em análise neste artigo, considera-se que os rácios ruído-sinal são relativamente pequenos (0.25 para as importações e 0.40 para as exportações). Cunningham e Jeffery (2007) também obtiveram rácios ruído-sinal relativamente baixos para os dados de comércio externo do Reino Unido. Assim, dada a volatilidade das séries em causa, a volatilidade das revisões não parece ser significativa. Esta evidência está em linha com as conclusões retiradas do Gráfico 2, em que se observa que as estimativas iniciais e finais têm uma evolução similar e, conseqüentemente, os coeficientes de correlação entre as estimativas (iniciais e finais) são elevados (Quadro 4).

- (Im)Previsibilidade das revisões

Outra questão importante é a (im)previsibilidade das revisões. Quando as revisões são *news*, as estimativas iniciais reflectem toda a informação disponível aquando da sua divulgação, sendo portanto estimativas eficientes dos valores finais. Nesse caso, as revisões são imprevisíveis, sendo atribuíveis à incorporação de nova informação (Fixler (2008)). Contrariamente, quando as revisões são *noise*, as estimativas iniciais reflectem a estimativa final e um erro de medida, que decresce ao longo do tempo. Como o teste para a média das revisões sugere que estas são, em média, positivas, a hipótese de *news* fica imediatamente posta em causa. Contudo, procedeu-se a uma análise mais detalhada das hipóteses *news-noise*, recorrendo a algumas medidas adicionais, tais como os coeficientes de correlação e a decomposição da revisão quadrática média.

Se as revisões estiverem correlacionadas com as estimativas finais, então a sua evolução será imprevisível (*news*). Por outro lado, se as revisões estiverem correlacionadas com as estimativas preliminares, então a sua evolução será previsível (*noise*), já que a informação disponível aquando da estimativa inicial não foi totalmente tomada em conta. Neste caso, o co-movimento das revisões e das taxas de variação das séries subjacentes sugere que taxas de variação mais elevadas (baixas) sinali-

Quadro 4

(IM)PREVISIBILIDADE DAS REVISÕES ÀS PRIMEIRAS ESTIMATIVAS APÓS UM ANO

Taxas de variação homóloga, Janeiro 2005 - Junho 2008

	Exportações		Importações	
	Dados mensais	Dados trimestrais	Dados mensais	Dados trimestrais
Média dos quadrados das revisões (MSR)	5.30	2.49	8.66	3.78
Decomposição da MSR				
UM (%)	53.39	55.44	53.45	60.82
UR (%)	1.06	1.19	0.22	0.57
UD (%)	45.55	43.37	46.33	38.62
Raiz quadrada da média dos quadrados das revisões	2.30	1.58	2.94	1.94
Testes de correlação				
Coefficiente de correlação (tvh^i, tvh^{i+j})	0.97 ***	0.97 ***	0.92 ***	0.92 ***
Coefficiente de correlação ($r^{i,j}, tvh^{i+j}$)	0.37 **	0.40	0.46 ***	0.50 *
Coefficiente de correlação ($r^{i,j}, tvh^i$)	0.15	0.16	0.07	0.12

Notas: Considerando a Equação 3, UM pode ser interpretado como a proporção da revisão média quadrática associada à revisão média (α), UR como a proporção associada ao afastamento do coeficiente β em relação a um e, finalmente, UD pode ser interpretado como uma proporção residual. Para mais detalhes sobre esta decomposição, ver Di Fonzo (2005). Correlação (tvh^i, tvh^{i+j}) – Correlação entre as estimativas das *vintages* i e $i + j$. Correlação ($r^{i,j}, tvh^i$) – Correlação entre as revisões e as estimativas da *vintage* i . Correlação ($r^{i,j}, tvh^{i+j}$) – Correlação entre as revisões e as estimativas da *vintage* $i + j$. *** assinala significância a 1 por cento, ** significância a 5 por cento e * a 10 por cento.

zam maiores (menores) revisões. De acordo com os resultados obtidos, os coeficientes de correlação entre as revisões e as estimativas preliminares são baixos, não estatisticamente significativos, e menores que os coeficientes de correlação com as estimativas finais (Quadro 4). Isto sugere que as revisões reflectem a incorporação de nova informação. Adicionalmente, as revisões não apresentam persistência, uma vez que as autocorrelações são baixas e, em geral, não são estatisticamente significativas.⁸

Os resultados da decomposição da revisão média quadrática são também apresentados (Quadro 4). Assuma-se que a revisão média quadrática pode ser decomposta como $UM + UR + UD = 100$ (Di Fonzo (2005)). Esta decomposição pode ser mais facilmente interpretada considerando a seguinte regressão:

$$tvh_t^{i+j} = \alpha + \beta tvh_t^i + u_t \quad (3)$$

em que UM pode ser interpretado como a proporção da revisão média quadrática associada à revisão média (α), UR é a proporção associada ao afastamento do coeficiente β em relação a um e, finalmente, UD pode ser interpretado como uma proporção residual, isto é, a proporção que não está associada a diferenças sistemáticas entre as estimativas preliminares e as finais.

Se as revisões forem “bem comportadas”, então as estimativas preliminares devem apresentar valores baixos de UM e UR e valores elevados de UD. Neste caso, tanto para as importações como para as exportações, UD é relativamente elevado e UR é bastante baixo, reflectindo a elevada correlação entre as estimativas preliminares e finais. Contudo, a proporção UM é elevada, reflectindo o facto de a

(8) Para além disso, a evidência obtida dos testes ADF (*Augmented Dickey Fuller*) sugere que as revisões são estacionárias.

revisão média ser diferente de zero.

Desta forma, estes resultados sugerem que a existência de uma média positiva introduz um comportamento sistemático nas revisões. Contudo, inferir sobre a previsibilidade das revisões não é uma tarefa simples, como argumentado por Cardoso e Duarte (2009) que apresentam uma discussão mais aprofundada sobre este tópico.

4. CONCLUSÕES

Este artigo caracteriza as revisões dos dados das exportações e importações portuguesas. Centrando-se nas taxas de variação homóloga mensais e trimestrais, as revisões são quantificadas e avaliadas, recorrendo a um conjunto alargado de medidas estatísticas. Os resultados sugerem que as revisões são, em média, positivas, implicando um comportamento sistemático nas revisões. Consequentemente, embora indicando correctamente o sinal e a direcção das taxas de variação, as estimativas iniciais tendem a subavaliar os valores finais. A média positiva não se apresenta significativamente diferente consoante o mês de referência.

Adicionalmente, o desvio-padrão das revisões é relativamente pequeno em comparação com o desvio-padrão das séries subjacentes. Assim, os valores relativamente baixos dos rácios ruído-sinal sugerem que, para a análise destes dados, a volatilidade das séries subjacentes é mais relevante do que a volatilidade das revisões. Em termos gerais, as estimativas iniciais e finais apresentam uma evolução similar, como é indicado pela elevada correlação entre ambas as séries.

A análise das revisões é um passo crucial para avaliar o impacto das mesmas na previsão. Nas análises empíricas são habitualmente utilizados os dados relativos à *vintage* mais recente (quer para a estimação, quer para a previsão). Contudo, esta escolha tem sido questionada, dado que a especificação dos modelos e o desempenho na previsão podem ser influenciados pela *vintage* utilizada. Portanto, um passo prévio à construção de um procedimento de previsão é a escolha do tipo de dados a prever (primeira estimativa, estimativa final ou algo intermédio). Esta escolha deve ter em conta quer o objectivo subjacente à previsão, quer a natureza das revisões. Os resultados obtidos neste artigo para as exportações e importações portuguesas consubstanciam a importância desta escolha para efeitos de previsão.

REFERÊNCIAS

- Aruoba, S. (2008), "Data revisions are not well behaved", *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(2-3), 319–340.
- Cardoso, F. e Duarte, C. (2009), "Back to basics: Data revisions", *Working Paper 26*, Banco de Portugal.
- Croushore, D. e Stark, T. (2001), "A real-time data set for macroeconomists", *Journal of Econometrics*, 105, 111–130.
- Croushore, D. e Stark, T. (2003), "A real-time data set for macroeconomists: Does the data vintage matter?", *The Review of Economics and Statistics*, 85(3), 605–617.
- Cunningham, A. e Jeffery, C. (2007), "Extracting a better signal from uncertain data", *Quarterly Bulletin Q3*, Bank of England.
- Di Fonzo, T. (2005), "The OECD project on revisions analysis: First elements for discussion", *Paper presented at the OECD STESEG meeting, Paris, 27-28 June 2005*, OECD.
- Doornik, J. A. e Hansen, H. (2008), "An omnibus test for univariate and multivariate normality", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 70(s1), 927–939.
- Döpke, J. (2004), "Real-time data and business cycle analysis in Germany", *Discussion Paper 11/2004*, Deutsche Bundesbank.
- ECB (2009), "Revisions to GDP estimates in the euro area", *Monthly Bulletin* April, European Central Bank.
- Faust, J., Rogers, J. e Wright, J. (2005), "News and noise in G-7 GDP announcements", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37(3), 403–419.
- Fixler, D. (2008), «How to interpret whether revisions to economic variables reflect "news" or "noise"», *Technical report, Contribution to the OECD/Eurostat Task Force on "Performing Revisions Analysis for Sub-Annual Economic Statistics"*.
- George, E. (2005), "Revisions to quarterly GDP growth and its production and expenditure components", *Economic Trends*, 614, Office for National Statistics, UK.
- INE (2006), "Estatísticas correntes do comércio extracomunitário", *Documento Metodológico*, Fevereiro, Instituto Nacional de Estatística.
- INE (2007), "Estatísticas correntes do comércio intracomunitário", *Documento Metodológico*, Novembro, Instituto Nacional de Estatística.
- Jacobs, J. e van Norden, S. (2007), "Modeling data revisions: Measurement error and dynamics of "true" values", *Les Cahiers du CREF 07-09*, Centre de recherche en e-finance (CREF) HEC Montréal.
- José, C. (2004), "As contas nacionais trimestrais em tempo real", *Boletim Económico – Dezembro*, Banco de Portugal.
- Kholodilin, K. e Siliverstovs, B. (2009), "Do forecasters inform or reassure? Evaluation of the German real-time data", *KOF Working Paper 215*, KOF Swiss Economic Institute.
- Kishor, N. K. e Koenig, E. (2005), "VAR estimation and forecasting when data are subject to revision", *Working Papers 05-01*, Federal Reserve Bank of Dallas.

- Koenig, E., Dolmas, S. e Piger, J. (2003), "The use and abuse of real-time data in economic forecasting", *The Review of Economics and Statistics*, 85(3), 618–628.
- Mankiw, G. e Shapiro, M. (1986), "News or noise: an analysis of GNP revisions", *Survey of Current Business* 66, 20–25.
- McKenzie, R. (2006), "Undertaking revisions and real-time data analysis using the OECD main economic indicators original release data and revisions database", *OECD Statistics Working Paper 2006/2*, OECD.
- Meader, R. (2007), "Revisions to quarterly GDP growth and its components", *Economic and Labour Market Review*, 1(11), Office for National Statistics, UK.
- Orphanides, A. e van Norden, S. (2002), "The unreliability of output-gap estimates in real time", *The Review of Economics and Statistics* 84(4), 569–583.
- Stark, T. e Croushore, D. (2002), "Forecasting with a real-time data set for macroeconomists", *Journal of Macroeconomics* 24, 507–531.
- Turner, E. (2005), "Analysis of revisions to quarterly current account balance of payments data", *Economic Trends* 621, Office for National Statistics, UK.



CRONOLOGIA DAS PRINCIPAIS MEDIDAS FINANCEIRAS

Janeiro a Dezembro 2009

2009

Janeiro

- 9 de Janeiro (Carta-Circular nº 4/2009/DET Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)
Divulga informação sobre o processo de implementação pelas Empresas de Transporte de Valores das regras relativas à recirculação de notas de euro, informando quais as empresas que, em 2009, mantêm as condições habilitantes para o exercício daquela actividade, nos termos do DL nº 195/2007, de 15-5.
- 14 de Janeiro (Carta-Circular nº 9/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Solicita às instituições de crédito o envio ao Banco de Portugal, no prazo de 10 dias úteis, de um relatório sintético de avaliação da implementação do DL nº 171/2008, de 26-8, que aprovou medidas de protecção do mutuário no crédito à habitação no que se refere à renegociação das condições dos empréstimos.
- 14 de Janeiro (Carta-Circular nº 10/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente à aplicação do DL nº 51/2007, de 7-3, aos contratos de mútuo para pagamento de sinal em caso de futura aquisição de imóvel para habitação própria permanente, secundária ou para arrendamento, ou ainda para a construção de habitação própria.
- 15 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 21/2008, BNPB 1/2009)
Regulamenta a comunicação ao Banco de Portugal das responsabilidades efectivas ou potenciais decorrentes de operações de crédito, sob qualquer forma ou modalidade, a fim de que este centralize e divulgue essa informação. Revoga a Instrução nº 7/2006, publicada no BO nº 6, de 16.6.2006.
- 26 de Janeiro (Carta-Circular nº 14/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Aconselha, na sequência das conclusões da reunião do Comité de Peritos na avaliação de medidas contra o branqueamento de capitais e o financiamento do terrorismo (MONEYVAL), as instituições de crédito e as sociedades financeiras a manter procedimentos de vigilância reforçada, examinando com especial cuidado todas as operações contratadas ou intermediadas por entidades ou instituições estabelecidas no Azerbaijão.
- 28 de Janeiro (Carta-Circular nº 15/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Transmite o entendimento do Banco de Portugal relativamente aos procedimentos que devem ser adoptados pelas instituições sujeitas à sua supervisão no que se refere ao registo de créditos abatidos ao activo em rubricas extrapatrimoniais.
- 28 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal nº 1/2009, BNPB 2/2009)
Altera a Instrução nº 1/99, publicada no BO nº 1, de 15.01.99, que regulamentou o Mercado de Operações de Intervenção (M.O.I.).
- 29 de Janeiro (Carta-Circular nº 16/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Informa de que a lista constante do Anexo 1 da Instrução nº 26/2005 do Banco de Portugal deverá ser substituída pelo elenco de países ou jurisdições que integram o conceito de “país terceiro equivalente”, para efeitos da aplicação da Lei nº 25/2008, de 5-6, definido através da Portaria nº 41/2009, de 17-12-2008, publicada no DR, 2 Série, Parte C, nº 8, de 13-1-2009.

Fevereiro

- 3 de Fevereiro (Carta-Circular nº 19/09/DSBDR Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
Transmite o entendimento do Banco de Portugal quanto à cobrança de juros após o reembolso antecipado total de crédito à habitação e, conseqüentemente, quanto à interpretação do nº 2 do artº 5 do

- 09 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 4/2009, BNPB 3/2009)
 - 16 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 2/2009, BNPB 2/2009)
 - 16 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 3/2009, BNPB 2/2009)
 - 17 de Fevereiro (Carta-Circular nº 2/2009/DMR, Banco de Portugal, Departamento de Mercados e Gestão de Reservas)
 - 20 de Fevereiro (Carta-Circular nº 20/2009 DSB, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)
 - 26 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal nº 5/2009, BNPB 03/2009)
 - 26 de Fevereiro (Carta-Circular nº 06/2009 DMR, Banco de Portugal, Departamento de Mercados e Gestão de Reservas)
 - 27 de Fevereiro (Carta-Circular nº 24/2009 DSB, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)

DL nº 51/2007, de 7-3, na redacção introduzida pelo DL nº 88/2008, de 29-5.

Define os locais, horários, regras e condições através dos quais podem ser efectuados depósitos e levantamentos de notas de euro nas tesourarias do Banco de Portugal.

Regula o modo de abertura e movimentação de contas de depósito à ordem junto do Banco de Portugal e cria o AGIL - Aplicativo de Gestão Integrada de Liquidações, para gestão local do acesso a contas de depósito no Banco de Portugal, de instituições que não participem directamente no TARGET2-PT.

Regulamenta o Sistema de Compensação Interbancária (SICOI) que compreende os subsistemas cheques, efeitos comerciais, débitos directos, transferências electrónicas interbancárias e operações processadas através do multibanco.

Comunica, com efeitos a partir de 1-3-2009, o novo preçário de serviços prestados pelo SITEME, o qual substitui o que foi anteriormente distribuído em anexo à carta-circular nº 9/DMR, de 15-12-2006. As presentes alterações ao preçário decorrem sobretudo do facto de o Mercado Monetário Interbancário (MMI) ter cessado em 31-12-2008.

Informa de que deixou de ser aplicável o entendimento constante da Carta-Circular nº 49/2001/DSB, de 29-11, dado o enquadramento contabilístico estabelecido no Aviso nº 1/2005, de 28-2.

Altera a Instrução nº 1/99, de 15-1-99, que regulamentou o Mercado de Operações de Intervenção (M.O.I.).

Dá a conhecer um conjunto de alterações à Instrução nº 1/99, de 15-1-99, relacionadas com o fim do período de transição para o TARGET2, em 2-3-2009.

Transmite algumas recomendações relativamente aos órgãos de administração e fiscalização no que diz respeito à qualificação profissional e independência.
- 2 de Março (Carta-Circular nº 10/2009 DET, Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)
 - 5 Março (Aviso do Banco de Portugal nº 1/2009, D.R. nº 45 2ª Série)
 - 19 Março (Carta-Circular nº 32/09/DSBDR, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária)

Informa de que a empresa de transportes de valores ESEGUR, S.A., instalou na Região Autónoma da Madeira - Funchal, um Centro de Tratamento de Numerário habilitado para o exercício da actividade de recirculação de notas de euro.

Altera alguns pontos do Aviso nº 5/2007, de 27-04, (enquadramento regulamentar dos fundos próprios e rácio de solvabilidade).

Transmite, na sequência das alterações regulamentares verificadas, o entendimento do Banco de Portugal relativamente ao reconhecimento de transferência significativa do risco de crédito.

Março

- 20 de Março (Decreto-Lei n.º 64/2009, D.R. 56, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública) Estabelece mecanismos extraordinários de diminuição do valor nominal das acções das sociedades anónimas.
- 23 Março (Carta-Circular n.º 33/09/DSBDR, Banco de Portugal, Departamento de Supervisão Bancária) Transmite o entendimento do Banco de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários relativamente à delimitação de competências na supervisão de produtos financeiros complexos.

Abril

- 1 Abril (Portaria n.º 333-B/2009 Ministério das Finanças e da Administração Pública) Aprova, ao abrigo do disposto no art.º 3 do DL n.º 8/2007, de 17-1, os novos modelos de impressos (Anexos C e F) relativos a anexos que fazem parte integrante do modelo declarativo da informação empresarial simplificada (IES), os quais devem ser utilizados a partir de 1-1-2009, independentemente do ano/exercício a que a declaração se reporte.
- 14 Abril (Carta-Circular n.º33/2009/DSB Banco de Portugal, Departamento de Supervisão 4/2009) Resumo Transmite o entendimento do Banco de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários relativamente à delimitação de competências na supervisão de produtos financeiros complexos.

Mai

- 7 de Maio (Orientação do Banco Central Europeu (2009/391/CE) Jornal Oficial da União Europeia n.º 123 Série L) Altera a Orientação BCE/2000/7 relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema (BCE/2009/10). Assim, em conformidade, é substituído o terceiro período do segundo travessão, no primeiro parágrafo da secção 2.1. A presente Orientação entra em vigor em 11-5-2009. Os BCN dos Estados-Membros participantes são os destinatários da presente Orientação. Os BCN referidos no n.º 1 devem comunicar ao BCE, até ao dia 11-5-2009, as medidas mediante as quais tencionam dar cumprimento ao disposto nesta Orientação
- 8 Maio (Portaria n.º 493-A/2009 DR n.º89, Supl., Ministério das Finanças e da Administração Pública) Procede, nos termos do disposto no art.º 23 da Lei n.º 63-A/2008, de 24-11, à definição dos procedimentos necessários à sua execução, em matéria de operações de capitalização de instituições de crédito com recurso a investimento público. Atribui ao Banco de Portugal a competência para o acompanhamento e fiscalização do cumprimento das obrigações das instituições de crédito beneficiárias estabelecidas ao abrigo do presente regime. A presente portaria entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- 12 Maio (Decreto-Lei n.º 103/2009 DR n.º 91,1 Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública) Cria uma linha de crédito extraordinária destinada à protecção da habitação própria permanente em caso de desemprego de, pelo menos, um dos mutuários do crédito à habitação própria permanente, independentemente do tipo de crédito contraído ou do respectivo regime, assumindo, para todos os efeitos, a natureza de crédito à habitação própria permanente. A presente linha de crédito suporta a redução em 50 % da prestação mensal de capital e juros a cargo do mutuário, durante um período máximo de 24 meses. O presente diploma entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.

- 19 de Maio (Instrução do Banco de Portugal n.º 6/2009, BNPB)

Determina que elementos devem as instituições requerentes integrar no plano de reforço de fundos próprios a enviar ao Banco de Portugal, no âmbito de candidatura às operações de capitalização previstas na Lei n.º 63-A/2008, de 24-11.
- 19 de Maio (Carta-Circular n.º 44/09/DSBDR, Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)

Recomenda, relativamente à reavaliação de imóveis adquiridos em reembolso de crédito próprio, que as instituições identifiquem eventuais indícios de alterações significativas de valor e, consequentemente, ajustem os valores das últimas avaliações disponíveis ou obtenham novas avaliações, no âmbito de um processo de acompanhamento sistemático através de uma unidade de estrutura própria, cumprindo um conjunto de requisitos mínimos, semelhantes aos definidos nas alíneas b) e c) do ponto 8 da Parte 2 do Anexo VI ao Aviso n.º 5/2007.
- 19 de Maio (Carta-Circular n.º 45/09/DSBDR, Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)

Divulga critérios de apreciação relativos à elegibilidade de determinados elementos para os fundos próprios de base.
- 20 de Maio (Carta-Circular n.º 47/09/DSBDR, Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)

Reforça o entendimento do Banco de Portugal transmitido pela Carta-Circular n.º 61/2008/DSB, de 30-9, de que o DL n.º 171/2008, de 26-8, visa proibir a cobrança de qualquer comissão associada ao processo de revisão das condições do contrato de crédito, especificando que nesta proibição está incluída a alteração de companhia seguradora
- 2 de Junho (Decreto-Lei n.º 133/2009 Ministério da Economia e da Inovação, D.R. n.º 106 1.ª Série)

Procede à transposição para a ordem jurídica interna da Directiva n.º 2008/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23-4, relativa a contratos de crédito aos consumidores. O presente decreto-lei entra em vigor no dia 1-7-2009. No final do primeiro ano a contar da data da sua entrada em vigor, e bianualmente nos anos subsequentes, o Banco de Portugal elabora um relatório de avaliação do impacto da aplicação do mesmo, devendo utilizar todos os meios para que o documento se torne do conhecimento público
- 3 de Junho (Carta-Circular n.º 50/09/DSBDR Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)

Transmite o entendimento do Banco de Portugal sobre os relatórios de controlo interno do grupo financeiro a remeter por estabelecimentos "off-shore", nos termos do Aviso n.º 5/2008.
- 5 de Junho (Despacho n.º 13364-A/2009 Ministério das Finanças e da Administração Pública. Gabinete do Secretário de Estado do Tesouro e Finanças D.R. n.º 109 SUPL 2 Série, Parte C).

Autoriza a manutenção da garantia pessoal do Estado no âmbito da concessão do empréstimo bancário contraído pelo Banco Privado Português, S.A., junto de um conjunto de instituições de crédito, cujo prazo de vigência é prorrogado por seis meses, mantendo-se inalterados os restantes termos e condições da garantia concedida nos termos do Despacho n.º 31268-A/2008, de 1-12.
- 16 de Junho (Decreto-Lei n.º 142/2009 D.R. n.º 114, 1.ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Procede à sexta alteração ao Regime Jurídico do Crédito Agrícola Mútuo, aprovado pelo DL n.º 24/91, de 11-1, visando adaptar o modelo de governação das caixas de crédito agrícola às estruturas previstas no Código das Sociedades Comerciais, tendo em conta a evolução do sistema financeiro. O presente diploma entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação. A Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e as caixas de crédito agrícola mútuo devem ade-

Junho

quar os seus estatutos às disposições do presente decreto-lei e proceder à eleição de novos órgãos sociais, até à data da realização da primeira assembleia geral obrigatória que se realize no exercício de 2010.

- 17 de Junho (Decreto-Lei n.º 144/2009 D.R. n.º 115, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Cria, junto do Banco de Portugal, o mediador do crédito, o qual tem por missão a defesa e a promoção dos direitos, garantias e interesses legítimos de quaisquer pessoas ou entidades que sejam parte em relações de crédito, bem como contribuir para melhorar o acesso ao crédito junto do sistema financeiro. O presente diploma entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
 - 17 de Junho (Instrução do Banco de Portugal n.º 7/2009, BNP 7/2009)

Altera a Instrução n.º 21/2008, publicada no BO n.º 1/2009, de 15 de Janeiro, no sentido de abranger a linha de crédito destinada à protecção da habitação própria e permanente em caso de desemprego.
 - 19 de Junho (Lei n.º 28/2009 D.R.n.º117, 1ª Série, Assembleia da República)

Revê o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional e estabelece o regime de aprovação e de divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público. A presente lei entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação. Aos processos pendentes à data da sua entrada em vigor continua a ser aplicada a legislação substantiva e processual anterior.
 - 25 de Junho (Decreto-Lei n.º 148/2009 D.R. n.º 121, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Procede à quarta alteração ao Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de Outubro, que aprova o regime jurídico dos organismos de investimento colectivo e as suas sociedades gestoras, transpondo para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2007/16/CE, da Comissão, de 19 de Março, que regula os investimentos admissíveis a organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM).
- ## Julho
- 7 de Julho (Aviso do Banco de Portugal n.º 2/2009, D.R. n.º 137, 2ª.Série, Parte E)

Procede à alteração do Aviso do Banco de Portugal n.º 12/92, relativamente à determinação do valor dos elementos do activo a deduzir, para efeitos de cálculo dos fundos próprios, precisando o tratamento contabilístico dos ganhos e perdas desses elementos do activo. O presente Aviso entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
 - 13 de Julho (Decreto-Lei n.º 158/2009 D.R. n.º 133, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Aprova o Sistema de Normalização Contabilística e revoga o Plano Oficial de Contas, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 44/77, de 7 de Fevereiro.
 - 13 de Julho (Decreto-Lei n.º 160/2009 D.R. n.º 133, 1ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)

Aprova o regime jurídico de organização e o funcionamento da Comissão de Normalização Contabilística e revoga o Decreto-Lei n.º 367/99 de 18 de Setembro.
 - 13 de Julho (Carta-Circular n.º 22/2009/DET Banco de Portugal. Departamento de Emissão e Tesouraria)

Divulga as normas específicas de execução do Protocolo entre o Banco de Portugal e a Caixa Geral de Depósitos para a realização de depósitos e levantamentos de notas de euro, em Angra do Heroísmo e Horta.

- 14 de Julho (Aviso do Banco de Portugal n.º 3/2009, D.R. n.º 143, 2.ª Série, Parte E)
Designa os sistemas abrangidos pelo DL n.º 221/2000, de 9 de Setembro, relativo ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos.
- 15 de Julho (Instrução do Banco de Portugal n.º 8/2009, BNP 7/2009)
Determina que as informações a prestar pelas Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aos consumidores, deverão ser feitas através da Ficha sobre Informação Normalizada Europeia em Matéria de Crédito aos Consumidores, cujos modelos anexa.
- 20 de Julho (Decreto-Lei n.º 162/2009, D.R. n.º 138, 1.ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)
que altera o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro, o Decreto-Lei n.º 345/98, de 9 de Novembro, que Regula o funcionamento do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, e o regime jurídico relativo ao Sistema de Indemnização aos Investidores, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 222/99, de 22 de Junho, transpondo para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2009/14/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Março, que altera a Directiva n.º 94/19/CE relativa aos sistemas de garantia de depósitos, no que respeita ao nível de cobertura e ao prazo de reembolso.
- 30 de Julho (Carta-Circular n.º 57/2009/DSBDR Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)
Recomenda às instituições de crédito que concedam aos Provedores do Cliente um estatuto de autonomia funcional por forma a que os mesmos sejam uma segunda instância na apreciação das reclamações dos clientes.
- 5 de Agosto (Carta-Circular n.º 58/2009/DSBDR Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)
Agosto
Reitera a necessidade de as instituições continuarem a dar adequado cumprimento às recomendações do FSF e do CEBS, publicadas nos relatórios de 18-6-2008, no que se refere à transparência da informação e à valorização de activos, tendo em conta o princípio da proporcionalidade.
- 12 de Agosto (Decreto-Lei n.º 185/2009, D.R. n.º 155, 1.ª Série, Ministério das Finanças e da Administração Pública)
Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2006/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14-6, que altera a Directiva n.º 78/660/CEE, do Conselho, relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, a Directiva n.º 83/349/CEE, do Conselho, relativa às contas consolidadas, a Directiva n.º 86/635/CEE, do Conselho, relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras, e a Directiva n.º 91/674/CEE, do Conselho, relativa às contas anuais e às contas consolidadas das empresas de seguros. O presente decreto-lei adopta ainda medidas de simplificação para as sociedades comerciais e civis sob a forma comercial, através da alteração dos regimes constantes do Código de Registo Predial, aprovado pelo DL n.º 224/84, de 6-7, do Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo DL n.º 262/86, de 2-9, do Código do Registo Comercial, aprovado pelo DL n.º 403/86, de-12, do Estatuto dos Benefícios Fiscais, aprovado pelo DL n.º 215/89, de 1-7, do Regulamento Emolumentar dos Registos e do Notariado, aprovado pelo DL n.º 322-A/2001, de 14-12, do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, aprovado pelo DL n.º 53/2004, de 18-3, e do Regulamento do Registo de Automóveis, aprovado pelo Decreto n.º 55/75, de 12-2.

- 13 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 11/2009, BNPB n.º 9/2009)

Sistematiza as regras de cálculo da Taxa Anual de Encargos Efetiva Global (TAEG), em conformidade com os princípios gerais, pressupostos e fórmula de cálculo que se encontram definidos no Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2-6.
- 13 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 12/2009, BNPB n.º 9/2009)

Determina os elementos de informação a prestar ao Banco de Portugal que permitam proceder à determinação das TAEG máximas a aplicar a cada tipo de contrato, no âmbito do Decreto-Lei n.º 133/2009, de 2-6
- 14 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 13/2009, BNPB n.º 2/2009)

Determina o conjunto de informações a prestar regularmente ao Banco de Portugal, para efeitos de acompanhamento periódico da situação de liquidez das instituições sujeitas à sua supervisão. Esta Instrução também revoga a Carta-Circular n.º 86/2007/DSB, de 2-10-2007.
- 15 de Agosto (Extracto da decisão (2009/C 192/04), Jornal Oficial da União Europeia)

Extracto da decisão relativa a medidas de saneamento aplicadas ao Banco Privado Português, S.A., tomada nos termos do art 3 da Directiva 2001/24/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao saneamento e à liquidação das instituições de crédito (Directiva 2001/24/CE). Publicação prevista no art 6 da referida Directiva e no art 18 do Decreto-Lei n.º 199/2006, de 25-10-2006.
- 17 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 9/2009, BNPB 8/2009)

Estabelece os procedimentos a adoptar relativamente a notas e moedas metálicas cuja falsidade seja manifesta ou haja motivo bastante para ser presumida. Revoga a Instrução n.º 5/2006, publicada no BO n.º 4/2006, de 17-04-2006.
- 17 de Agosto (Instrução do Banco de Portugal n.º 10/2009, BNPB 8/2009)

Altera a Instrução n.º 19/2005, publicada no BO n.º 6, de 15.06.2005, que contém disposições sobre o acompanhamento do risco de taxa de juro da carteira bancária.
- 17 de Agosto (Decreto-Lei n.º 192/2009, D.R. n.º 158, 1.ª Série, Ministério da Economia e da Inovação)

Procede à segunda alteração ao DL n.º 51/2007, de 7-3, que regula as práticas bancárias na concessão do crédito à habitação, estendendo o seu regime a outros contratos de crédito garantidos pelo mesmo imóvel e reforçando o direito do consumidor à informação, e procede à extensão do regime estabelecido pelo DL n.º 171/2008, de 26-8, a este tipo de créditos. Cria a taxa anual efectiva revista (TAER) que deve ser apresentada ao consumidor sempre que lhe seja proposta a aquisição de outros produtos ou serviços financeiros, e estabelece a prescrição, ao fim de um ano, da exigibilidade por incumprimento das condições acordadas com o objectivo de reduzir o spread. O presente diploma entra em vigor 60 dias após a sua publicação.
- 20 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal n.º 4/2009, D.R. n.º 161, 2.ª Série, Parte E)

Estabelece um conjunto de deveres de informação a prestar pelas instituições de crédito no âmbito da actividade de recepção, do público, de depósitos bancários simples. O presente aviso aplica-se a todas as modalidades de depósitos previstas no DL n.º 430/91, de 2-11, e às respectivas contas. Publica, em anexo, uma ficha de informação normalizada para depósitos, a qual deve ser disponibilizada ao cliente em momento anterior ao da abertura de conta de depósito. O presente aviso entra em vigor 90 dias após a sua publicação. Rectificado e republicado pela Declaração de Rectificação n.º 2086/2009, de 21-8, in DR, 2.ª Série, Parte E, n.º 165, de 26-8-2009.

- 20 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2009, D.R. n.º 161, 2.ª Série, Parte E)

Estabelece os deveres de informação a observar pelas instituições de crédito na comercialização de produtos financeiros complexos, entendendo-se como tais os depósitos indexados e os depósitos duais. Publica, em anexo, os modelos de prospecto informativo, os quais devem ser disponibilizados ao cliente em momento anterior ao da celebração de contratos relativos aos referidos produtos financeiros. O presente aviso entra em vigor 90 dias após a sua publicação. Rectificado e republicado pela Declaração de Rectificação n.º 2087/2009, de 21-8, in DR, 2 Série, Parte E, n.º 165, de 26-8-2009.
- 20 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal n.º 6/2009, D.R. n.º 161, 2.ª Série, Parte E)

Estabelece regras relativas às características a que devem obedecer os depósitos bancários, desde os mais simples aos que revestem a forma de produtos complexos, actualizando igualmente as normas relativas à data-valor e data de disponibilização de operações decorrentes dos contratos de depósito. O presente aviso entra em vigor na data da sua publicação. Rectificado e republicado pela Declaração de Rectificação n.º 2088/2009, de 21-8, in DR, 2 Série, Parte E, n.º 165, de 26-8-2009.
- 26 de Agosto (Lei n.º 84/2009, D.R. n.º 165, 1.ª Série, Assembleia da República)

Autoriza o Governo a regular o acesso à actividade das instituições de pagamento e a prestação de serviços de pagamento, bem como a definir um quadro sancionatório no âmbito da actividade de prestação de serviços de pagamento, transpondo para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2007/64/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13-11, relativa aos serviços de pagamento no mercado interno. A presente autorização legislativa tem a duração de 180 dias e entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- 1 de Setembro (Lei n.º 94/2009, D.R. n.º 169, 1.ª Série, Assembleia da República)

Setembro

Aprova medidas de derrogação do sigilo bancário, bem como a tributação a uma taxa especial dos acréscimos patrimoniais injustificados superiores a (euro) 100 000, procedendo a alteração ao Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 442-A/88, de 30 de Novembro, à décima nona alteração à Lei Geral Tributária, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 398/98, de 17 de Dezembro, e à décima sexta alteração ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro.
- 1 de Setembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 7/2009 D.R. n.º 180, 2.ª Série, Parte E)

Determina, considerando o disposto nos art.ºs 118-A, 122, n.º 4, 197, n.º 1, e 199-B, n.º 1, todos do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo DL n.º 298/92, de 31-12, que é vedada a concessão de crédito a entidades sediadas em jurisdição offshore considerada não cooperante ou cujo beneficiário último seja desconhecido. Proceda à definição de jurisdição offshore e jurisdição offshore não cooperante, determinando o envio ao Banco de Portugal de uma declaração das autoridades de supervisão prudencial competentes no sentido de assegurar que não existem obstáculos à prestação de informação. O presente aviso entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- 9 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 14/2009, BNBP 10/2009)

Regula os aspectos essenciais do exercício da actividade inspectiva a desenvolver pelo Banco de Portugal sobre as entidades habilitadas para o exercício da actividade de recirculação de notas e

moedas de euro, o objecto das acções de inspecção, bem como os deveres a que estas entidades estão obrigadas.

- 11 de Setembro (Decreto-Lei nº 222/2009, D.R. nº 177, 1ª Série, Ministério da Economia e da Inovação)

Estabelece medidas de protecção do consumidor na celebração de contratos de seguro de vida associados ao crédito à habitação e procede à nona alteração ao DL nº 349/98, de 11-11. O presente decreto-lei entra em vigor 90 dias após a data da sua publicação.

- 18 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 15/2009, BNPB 10/2009)

Estabelece os limites de concessão de crédito pelas caixas agrícolas ao abrigo do nº 2 do art.º 28 e do nº 6 do art.º36-A do RJCAM.

- 18 de Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 17/2009, BNPB 10/2009)

Determina o envio ao Banco de Portugal de elementos informativos sobre o cumprimento dos limites de pessoas associadas das caixas agrícolas.

Outubro

- 2 de Outubro (Carta-Circular nº 64/09/DSBDR, Banco de Portugal. Departamento de Supervisão Bancária)

Esclarece dúvidas sobre o preenchimento dos mapas anexos à Instrução nº 13/2009, relativa a informações periódicas de liquidez.

- 8 de Outubro 2009 (Carta-Circular nº 29/2009/DET, Banco de Portugal. Departamento de Emissão e Tesouraria)

Informa sobre a disponibilização, a pedido de particulares, de um serviço de difusão de informação relativa a situações de extravio, furto, roubo, falsificação, contrafacção e utilização ilícita de documentos de identificação pessoal, tendo por destinatárias as entidades sujeitas à supervisão do Banco de Portugal.

- 8 de Outubro (Aviso do Banco de Portugal nº 8/2009 D.R. nº 197, 2ª Série, Parte E)

Estabelece os requisitos mínimos de informação que devem ser satisfeitos na divulgação das condições gerais com efeitos patrimoniais dos produtos e serviços financeiros disponibilizados ao público pelas instituições de crédito e sociedades financeiras com sede ou sucursal em território nacional. Revoga o Aviso nº 1/95.

- 12 de Outubro (Instrução do Banco de Portugal nº 21/2009, BNPB 11/2009)

Divulga os quadros dos Folhetos que compõem o Preçário, bem como as respectivas instruções de preenchimento, os prazos de envio ao Banco de Portugal e outros aspectos de carácter operacional.

- 12 de Outubro (Carta-Circular nº 8/2009/DMR, Banco de Portugal. Departamento de Mercados e Gestão de Reservas)

Informa, de acordo com o estabelecido pelo artº 5, nº 4 do Regulamento relativo à aplicação do regime de reservas mínimas do Banco Central Europeu (BCE/2003/9), de 12-9, sobre as datas-limite de notificação e calendário dos períodos de manutenção de reservas mínimas para 2010 e 2011 (reporte trimestral).

- 12 de Outubro (Carta-Circular nº 9/2009/DMR, Banco de Portugal, Departamento de Mercados e Gestão De Reservas)

Informa, de acordo com o estabelecido pelo artº 5, nº 4 do Regulamento relativo à aplicação do regime de reservas mínimas do Banco Central Europeu (BCE/2003/9), de 12-9, sobre as datas-limite de notificação e calendário dos períodos de manutenção de reservas mínimas para 2010 e 2011 (reporte mensal).

- 13 de Outubro (Decreto-Lei nº 317/2009 Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. nº 198, 1ª Série)

Estabelece o regime fiscal aplicável a produtos comercializados pelas empresas seguradoras, pelas sociedades gestoras de fundos de pensões e pelas associações mutualistas, alterando também para 15 de Julho o prazo de envio, por transmissão electrónica de

- 15 de Outubro 2009 (Instrução do Banco de Portugal n.º 16/2009 BNPB 10/2009)

dados, das declarações que integram a informação empresarial simplificada. O presente decreto-lei produz efeitos a 1-1-2009.
- 15 de Outubro 2009 (Instrução do Banco de Portugal n.º 18/2009 BNPB 10/2009)

Determina que requisitos devem ser cumpridos para se autorizar a abertura de agências das caixas agrícolas não associadas da Caixa Central
- 15 de Outubro 2009 (Instrução do Banco de Portugal n.º 19/2009 BNPB 10/2009)

Revoga a Instrução n.º 87/96, publicada no BNPB n.º 1, de 17-06-1996
- 15 de Outubro 2009 (Instrução do Banco de Portugal n.º 20/2009 BNPB 10/2009)

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 2010.
- 15 de Outubro 2009 (Instrução do Banco de Portugal n.º 22/2009 BNPB 11/2009)

Fixa em 10% o limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar nas contribuições anuais do ano 2010.
- 16 de Outubro 2009 (Instrução do Banco de Portugal n.º 23/2009 BNPB 11/2009)

Fixa Altera a Instrução n.º 3/2009, publicada no BO n.º 2, de 16-02-2009, que regulamentou o Sistema de Compensação Interbancária (SICOI).
- 16 de Outubro 2009 (Instrução do Banco de Portugal n.º 24/2009 BNPB 11/2009)

Fixa Altera a Instrução n.º 33/2007, publicada no BO n.º 1, de 15-01-2008, que regulamentou o funcionamento do Sistema Nacional do Target 2..
- 16 de Outubro 2009 (Instrução do Banco de Portugal n.º 24/2009 BNPB 11/2009)

Regulamenta a concessão de Crédito Intradiário e a Facilidade de Liquidez de Contingência.
- 21 de Outubro (Carta-Circular n.º 30/2009/DET, Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)

Informa de que o Banco de Portugal irá disponibilizar ao sistema bancário, em Janeiro de 2010, uma aplicação informática para a gestão integrada das operações de levantamentos e depósitos de numerário nas suas Tesourarias, identificando os diversos serviços e funcionalidades operacionais a ela associados. Os serviços de gestão de operações de tesouraria e de mandatos entram em funcionamento no dia 4-1-2010, sendo a sua adesão obrigatória para as Instituições de Crédito. Os restantes serviços serão activados de forma faseada no decorrer do primeiro semestre de 2010.
- 30 de Outubro (Decreto-Lei n.º 317/2009 Ministério das Finanças e da Administração Pública D.R. n.º 211, 1ª Série)

Aprova o regime jurídico relativo ao acesso à actividade das instituições de pagamento e à prestação de serviços de pagamento. Transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2007/64/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13-11, relativa aos serviços de pagamento no mercado interno. Prevê um regime transitório aplicável às agências de câmbio e às sociedades emitentes ou gestoras de cartões de crédito. O presente decreto-lei entra em vigor em 1-11-2009.

Novembro

- 3 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2009 D.R. n.º 223, 2.ª Série)

Determina que as instituições participantes do Fundo de Garantia de Depósitos devem dispor de um sistema de informação que permita identificar os depósitos abrangidos e excluídos pela garantia e respectivos depositantes, qualquer que seja o tipo ou natureza dos depósitos, devendo estar organizadas por forma a poderem transmitir ao Fundo, no prazo de dois dias úteis, uma relação completa, por depositante, dos respectivos créditos abrangidos pela garantia existentes em determinada data. A implementação do referido sistema de informação deverá estar concluída no prazo de seis meses a contar da data da entrada em vigor do presente Aviso.
- 10 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 10/2009 D.R. n.º 227, 2.ª Série)

Define, nos termos da alínea c) do n.º 1 do art.º 6 e no n.º 2 do art.º 30 do regime jurídico que regula o acesso à actividade das instituições de pagamento e a prestação de serviços de pagamento, aprovado pelo DL n.º 317/2009, de 30-10, o enquadramento regulamentar quanto às matérias relativamente às quais estas instituições ficam sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. Nesse sentido, determina que são aplicáveis às instituições de pagamento os Avisos do Banco de Portugal n.ºs 12/92, 1/95, 3/95, 1/2003, 6/2003, 1/2005 e 10/2008, sendo igualmente aplicáveis, o Aviso n.º 5/2008, salvo no que se refere às actividades enunciadas na alínea c) do n.º 2 do art.º 8 daquele regime jurídico, bem como os Avisos n.ºs 11/2005 e 3/2008, quando se trate de instituições de pagamento que disponibilizem contas de pagamento. O presente Aviso entra em vigor na data da sua publicação.
- 10 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 11/2009 D.R. n.º 227, 2.ª Série)

Estabelece, ao abrigo da alínea c) do n.º 1 do art.º 6 e do n.º 6 do art.º 32 do regime jurídico que regula o acesso à actividade das instituições de pagamento e a prestação de serviços de pagamento, aprovado pelo DL n.º 317/2009, de 30-10, as regras e procedimentos mínimos necessários para assegurar o cumprimento, pelas instituições de pagamento, dos requisitos de separação dos fundos recebidos dos utilizadores, e define o que entende por activos seguros, líquidos e de baixo risco. Estabelece ainda as condições do contrato de seguro ou garantia equiparada, a subscrever como mecanismo de protecção dos referidos fundos. O presente Aviso entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.
- 18 de Novembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 25/2009, BNPB 12/2009)

Define, nos termos do n.º 2 do Aviso n.º 9/2009, de 17-11-2009, o formato da relação completa, por depositante, dos créditos abrangidos pela garantia em determinada data, a enviar ao Fundo de Garantia de Depósitos.
- 18 de Novembro (Carta-Circular n.º 35/2009/DET, Banco de Portugal, Departamento de Emissão e Tesouraria)

Comunica os procedimentos a observar pelas Instituições de Crédito e Empresas de Transporte de Valores no processo de identificação e credenciação dos funcionários autorizados para a realização de ordens de levantamento de numerário, bem como na atribuição de mandatos para a realização de operações de tesouraria no Banco de Portugal. Remete, em anexo, as cartas modelo a utilizar nas respectivas comunicações ao Banco de Portugal para esse efeito.

- 20 de Novembro (Aviso do Banco de Portugal n.º 12/2009 D.R. n.º 233, 2.ª Série)

Reformula, tendo em conta as alterações recentemente introduzidas no DL n.º 24/91, de 11-1, que aprova o regime jurídico do crédito agrícola mútuo, as condições em que é concedida a autorização para a realização das operações previstas no n.º 1 do art.º 36-A do referido regime.

- 09 de Dezembro (Instrução do Banco de Portugal n.º 26/2009, BNP 01/2010)

Dezembro

Divulga as taxas máximas a praticar nos contratos de crédito aos consumidores, celebrados no âmbito do DL n.º 133/2009, de 2-6.