



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Boletim Económico | *Outono 2006*

Volume 12, Número 3

Disponível em
www.bportugal.pt
Publicações

BANCO DE PORTUGAL

Departamento de Estudos Económicos

Av. Almirante Reis, 71-6.º andar

1150-012 Lisboa

Distribuição

Departamento de Serviços de Apoio

Av. Almirante Reis, 71-2.º andar

1150-012 Lisboa

Impressão e Acabamento

Tipografia Peres, S.A.

Tiragem

1450 exemplares

Depósito Legal n.º 241772/06

ISSN 0872-9794



ÍNDICE

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

A Economia Portuguesa em 2006	9
<i>Caixa 1 Investimento empresarial e exportações</i>	52
<i>Caixa 2 Inquéritos qualitativos como indicador avançado das exportações nominais de mercadorias</i>	54
<i>Caixa 3 Balança de bens e serviços e procura interna relativa entre Portugal e a área do euro</i>	56
O Sistema Bancário no Primeiro Semestre de 2006	57
<i>Caixa 1 Universo de instituições utilizado na análise</i>	72

Artigos

Cálculo do Produto Potencial e do Hiato do Produto para a Economia Portuguesa	75
O Esgotamento do Modelo Económico Baseado em Baixos Salários	93
Custos de uma União Monetária	107
Estimação do Prémio de Risco <i>Forward</i> das Taxas de Juro de Curto Prazo Com Base em Resultados de <i>Surveys</i>	117

Cronologia das Principais Medidas Financeiras

Janeiro a Setembro 2006	I
-------------------------------	---

Working Papers

1998 a 2006	i
-------------------	---



TEXTOS DE POLÍTICA E SITUAÇÃO ECONÓMICA

A Economia Portuguesa em 2006

O Sistema Bancário no Primeiro Semestre de 2006

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2006

1. INTRODUÇÃO

A evolução da economia portuguesa em 2006 tem sido marcada por uma aceleração da actividade assente no comportamento dinâmico do sector exportador, pela quase estabilização da taxa de desemprego e por uma redução do desequilíbrio das contas externas e públicas. Um elemento importante da evolução da economia portuguesa foi, assim, o início da concretização plena de um processo de consolidação orçamental, cuja continuidade será fundamental para garantir um quadro estável de crescimento económico a médio-prazo. A evolução favorável face ao ano anterior representa uma recuperação económica que poderá conhecer alguma aceleração no próximo ano. No entanto, não se pode deixar de assinalar que a variação do produto interno bruto (PIB) será, pelo quinto ano consecutivo, inferior à observada na área do euro, continuando, deste modo, a acentuar-se a diferença face ao respectivo nível médio de rendimento *per capita*.

Após a quase estagnação da actividade em 2005, as estimativas do Banco de Portugal divulgadas nesta edição do *Boletim Económico* apontam para que o crescimento da economia portuguesa se situe em 1.2 por cento em 2006. Este valor é idêntico ao projectado no *Boletim Económico* do Verão, mas tem subjacente uma alteração significativa da composição da despesa. Com efeito, verifica-se uma revisão em alta do crescimento projectado para as exportações, consistente com uma evolução mais favorável desta variável do que o anteriormente previsto, a par de um crescimento menor da procura interna e, consequentemente, das importações (Quadro 1.1).

Quadro 1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS			
Taxas de variação, em percentagem			
	2005	2006	<i>Por memória:</i> BE Verão 2006 2006
PIB	0.4	1.2	1.2
Consumo privado	1.7	1.1	1.3
Consumo público	1.9	-0.2	0.7
FBCF	-2.6	-3.2	-1.2
Procura interna	0.6	0.1	0.8
Exportações	1.0	9.0	8.4
Importações	1.6	4.0	5.7
<i>Contributo para a variação do PIB (p.p.)</i>			
Procura interna	0.7	0.1	0.9
Exportações líquidas	-0.3	1.1	0.3
Balança corrente + balança de capital (percentagem do PIB)	-8.1	-7.6	-9.4
IHPC	2.1	3.0	2.6

Fontes: INE e Banco de Portugal.

O crescimento estimado para 2006 traduz uma aceleração da actividade económica em 0.8 p.p. relativamente ao ano anterior, a qual decorre fundamentalmente da forte expansão das exportações. Neste contexto, a expectativa de que as exportações manterão na parte final do ano um comportamento dinâmico constitui um elemento fulcral das actuais estimativas. A volatilidade do comércio externo, que desde o início do ano tem excedido consideravelmente os níveis habituais, introduz, no entanto, uma incerteza considerável em torno das estimativas apresentadas.

Conforme já evidenciado nas projecções para 2006 divulgadas no *Boletim Económico* do Verão, mas de forma agora mais acentuada, as actuais estimativas representam uma alteração em relação à composição do crescimento observada nos dois últimos anos. Com efeito, o contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB deverá tornar-se claramente positivo, enquanto o contributo da procura interna deverá ser praticamente nulo. A redução do contributo da procura interna face ao verificado nos dois anos anteriores reflecte uma assinalável desaceleração do consumo privado e do consumo público, bem como uma queda mais acentuada da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF).

O comportamento da despesa interna tem sido condicionado pela evolução das condições monetárias, que têm vindo a tornar-se progressivamente menos acomodatórias, e pela necessidade de correcção do desequilíbrio estrutural das contas públicas, num contexto de manutenção de um baixo crescimento tendencial da economia portuguesa.

Nos primeiros nove meses do ano o Banco Central Europeu (BCE) prosseguiu o aumento gradual das taxas de juro de referência iniciado em Dezembro de 2005, tendo colocado a taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento em 3.25 por cento no início de Outubro. A transmissão do aumento das taxas de juro de referência do BCE às taxas de juro do crédito tem sido relativamente rápida, uma vez que a quase totalidade dos empréstimos concedidos pelo sistema bancário português é contratada a taxas de juro variáveis, geralmente indexadas a taxas de juro do mercado monetário. No entanto, esta transmissão não tem sido integral na medida em que continuou a verificar-se uma compressão das margens auferidas pelos bancos. Adicionalmente, é importante notar que as taxas de juro permanecem em níveis historicamente reduzidos, quer em termos nominais quer reais, o que, a par da inovação financeira no mercado do crédito, tem sustentado o aumento do endividamento do sector privado.

No que diz respeito à evolução das contas do sector público, as estimativas para o saldo primário ajustado do ciclo apontam para uma orientação claramente restritiva da política orçamental no ano corrente, a qual assenta predominantemente no aumento da receita fiscal e, num menor grau, na contenção do crescimento da despesa. Esta evolução esteve associada a uma redução das despesas com pessoal e de investimento, num contexto ainda caracterizado por uma forte expansão da despesa em pensões. O défice das administrações públicas deverá reduzir-se para 4.6 por cento do PIB em 2006, enquanto o rácio da dívida pública manterá a trajectória ascendente, estimando-se que atinja 67.4 por cento no final do ano. Por seu turno, à luz das estimativas actualmente disponíveis, o saldo subjacente, correspondente ao saldo total ajustado do ciclo e de medidas temporárias, deverá apresentar uma melhoria de 1.5 p.p. Estes valores apontam no sentido de que a Recomendação do Conselho da União Europeia no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento relativa ao ajustamento orçamental em 2006 venha a ser respeitada.

A subida gradual das taxas de juro, o aumento da carga fiscal e a percepção da inevitabilidade de serem adoptadas medidas de natureza estrutural para assegurar a correcção do desequilíbrio das finanças públicas terão contribuído para moderar as despesas de consumo das famílias. Apesar do aumento do rendimento disponível, terão também contribuído para essa moderação a percepção de que a melhoria das condições no mercado de trabalho é ainda incipiente e uma variação do salário real que deverá ser aproximadamente nula. O crescimento do consumo privado deverá reduzir-se de

1.7 por cento em 2005 para 1.1 por cento em 2006. Assim, ao contrário do verificado nos anos mais recentes, o consumo privado não deverá registar uma variação superior à do produto e à observada na área do euro. Refira-se, no entanto, que as estimativas para 2006 têm subjacente um perfil intra-anual de aceleração do consumo privado, que se afigura consistente com a recuperação do indicador de confiança dos consumidores no terceiro trimestre, mas que surge ampliado pelos efeitos de base relacionados com a evolução do consumo de bens duradouros ao longo do ano anterior, associada ao aumento da taxa normal de IVA em Julho de 2005.

No actual contexto importa perceber qual o impacto que a subida das taxas de juro poderá ter sobre a evolução do consumo privado. Se, por um lado, o maior nível de dívida e a sua indexação generalizada às taxas de juro do mercado monetário aumentam a sensibilidade dos consumidores relativamente à evolução do custo do crédito, por outro lado, os efeitos da subida das taxas de juro poderão não se fazer sentir de forma muito marcada pelo facto destas permanecerem em níveis historicamente baixos e pela continuada oferta de novos produtos financeiros e modalidades contratuais por parte do sistema bancário que moderam o serviço da dívida no curto-prazo. Em qualquer caso, importa sublinhar que, após o ajustamento dos agentes económicos a níveis de consumo e de endividamento mais elevados na sequência do processo de integração monetária e financeira da economia portuguesa, as condições de solvabilidade que decorrem das restrições orçamentais intertemporais das famílias tenderão a promover uma moderação do crescimento do consumo privado no futuro. Pela sua natureza, este fenómeno tenderá a manifestar-se de forma gradual, mas por um período superior ao que tipicamente se associa às flutuações cíclicas.

A FBCF deverá registar uma diminuição de 3.2 por cento em 2006, elevando para cerca de 18 por cento a redução acumulada nos últimos cinco anos. A decomposição da FBCF pelos vários sectores institucionais aponta para uma evolução generalizadamente desfavorável, embora as suas causas radiquem em factores de natureza diferente. A evolução do investimento em habitação reflecte uma situação de ajustamento face ao crescimento muito elevado registado na segunda metade da década de 90. Por seu turno, a necessidade de correcção do desequilíbrio das contas públicas tem-se traduzido numa diminuição significativa do investimento das administrações públicas. Finalmente, no que respeita ao investimento empresarial, para além da incerteza que continua a rodear as perspectivas de procura, as decisões das empresas estarão também a ser condicionadas pela incerteza quanto ao impacto de algumas medidas de carácter estrutural, designadamente no que se refere ao processo de consolidação orçamental. Com efeito, factores como a previsibilidade do sistema fiscal e o grau de flexibilidade dos mercados de produto e de trabalho assumem uma especial relevância nas decisões de investimento por parte das empresas, em particular num contexto em que a abertura dos mercados internacionais exige importantes reafectações sectoriais na economia. Deste modo, e apesar das condições de financiamento não constituírem actualmente uma restrição activa, as empresas poderão estar a adiar decisões quanto à realização de novos investimentos.

A ausência de uma recuperação do investimento empresarial em paralelo com a aceleração das exportações não constitui uma novidade face à experiência passada da economia portuguesa. Com efeito, a evidência disponível revela que o investimento das empresas tende a evoluir com algum atraso face ao comportamento das exportações, quando os sinais de maior dinamismo se transmitem à procura interna, em particular ao consumo privado. A existência de capacidade produtiva disponível ou de níveis indesejados de *stocks*, bem como o facto de uma parte substancial do investimento empresarial estar relacionado com actividades orientadas para o mercado interno, poderão contribuir para explicar este resultado.

As exportações de bens e serviços têm sido a componente da procura global com maior dinamismo, estimando-se que venham a registar um crescimento próximo do observado para a procura externa, o

que contrasta com a evolução particularmente desfavorável verificada nos últimos anos. A aceleração das vendas ao exterior nos primeiros oito meses do ano foi generalizada por tipo de produtos, com os bens intermédios e de equipamento a registarem crescimentos particularmente fortes. As exportações de combustíveis e de alguns minérios registaram um comportamento excepcionalmente favorável, que estará relacionado com estrangulamentos ao nível da capacidade de refinação de petróleo à escala mundial e com o aumento do preço internacional das matérias-primas. Merece igualmente registo a recuperação das exportações de material de transporte, após a queda registada em 2005. O comportamento dinâmico das exportações assentou na aceleração das vendas para os mercados de destino tradicionais, a que não será alheia a recuperação da procura interna na área do euro. Em particular, as exportações para o mercado espanhol acentuaram o seu contributo positivo e as vendas para o mercado alemão registaram uma recuperação assinalável, que contrasta com a evolução particularmente desfavorável evidenciada nos últimos anos. Adicionalmente, é de realçar a forte aceleração das exportações para os Estados Unidos. O comportamento das exportações beneficiou igualmente de um forte crescimento das vendas para mercados menos habituais, destacando-se o caso de Angola, mas merecendo também referência destinos como Singapura, México e Brasil.

É difícil perspectivar em que medida a evolução favorável das exportações corresponde no essencial a um fenómeno sustentável, ou se reflectirá predominantemente um comportamento de natureza meramente temporária. Em particular, continuou a observar-se em 2006 um aumento dos custos relativos na economia portuguesa. No entanto, importa sublinhar as dificuldades de interpretação dos indicadores de competitividade tradicionais, nomeadamente no quadro da crescente integração da economia mundial e da reestruturação produtiva em curso na economia portuguesa.

Em contraste com o verificado nos dois anos anteriores, a forte aceleração das exportações de mercadorias e a evolução muito moderada das importações num contexto de virtual estagnação da procura interna traduziram-se num efeito-volume favorável, que deverá permitir a redução do défice da balança corrente em 2006. Este efeito favorável deverá exceder o impacto negativo sobre o saldo da balança corrente da perda de termos de troca (relacionada com a evolução do preço internacional do petróleo) e do agravamento do défice da balança de rendimentos (decorrente do aumento do endividamento externo líquido da economia portuguesa). As necessidades de financiamento da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, mantêm-se elevadas, devendo atingir 7.6 por cento do PIB em 2006 (uma redução de 0.5 p.p face a 2005). No primeiro semestre do ano, o financiamento do défice externo continuou a assentar em larga medida na captação de fundos no exterior, denominados em euros, por parte do sistema bancário residente. Em contraste com o verificado nos anos anteriores, estes fundos foram essencialmente obtidos através do mercado interbancário, apesar de terem continuado a verificar-se emissões de títulos no exterior por filiais e sucursais dos grupos bancários portugueses. Este maior recurso a financiamento interbancário poderá ser temporário, para o que contribuirá o recurso a operações de titularização, que geralmente ocorrem no segundo semestre, bem como a dinamização de um novo instrumento de obtenção de liquidez, as obrigações hipotecárias, cujo necessário enquadramento legal foi entretanto completado.

2. PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS ECONÓMICOS INTERNACIONAIS

A actividade económica e o comércio mundiais continuaram a crescer a um ritmo robusto em 2006 (Quadro 2.1). As previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI) divulgadas em Setembro apontam para a manutenção do crescimento global em torno de 5 por cento e para uma aceleração do comércio mundial para cerca de 9 por cento. Na primeira metade do ano, o ritmo de expansão da actividade excedeu as expectativas em grande parte das regiões e tornou-se simultaneamente mais equilibrado em termos geográficos, reflectindo em particular o fortalecimento do PIB na área do euro.

O enquadramento económico internacional continuou igualmente a ser marcado pela evolução do preço internacional do petróleo, que manteve uma trajectória de aumento pronunciado até Agosto, tendo posteriormente evidenciado uma redução significativa. O aumento das pressões inflacionistas em vários países no decorrer do ano reflectiu-se em subidas das taxas de juro oficiais por vários bancos centrais, incluindo o BCE. As condições nos mercados financeiros internacionais permaneceram globalmente favoráveis, enquanto nos mercados cambiais o dólar retomou a tendência de depreciação, nomeadamente face ao euro, num contexto em que continuaram a agravar-se os desequilíbrios globais.

A expansão do comércio internacional – que continua a exceder o crescimento da produção mundial (Gráfico 2.1) – reflecte o aumento apreciável das exportações e das importações quer do conjunto das economias avançadas quer das economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, as quais têm vindo a ganhar peso no comércio internacional na última década. O aumento dos sentimentos proteccionistas, num contexto em que as negociações para a liberalização comercial multilateral se

Quadro 2.1

EVOLUÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL

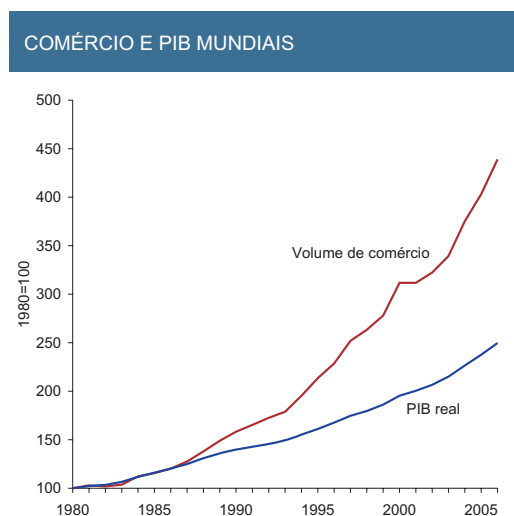
Taxas de variação, em percentagem (excepto onde indicado)

	Peso no PIB mundial (em percentagem)	2004	2005	2006
PIB				
Economia mundial	100.0	5.3	4.9	5.1
Economias avançadas	52.3	3.2	2.6	3.1
EUA	20.1	3.9	3.2	3.4
Japão	6.4	2.3	2.6	2.7
Área do euro	14.8	2.1	1.3	2.4
Alemanha	4.1	1.2	0.9	2.0
França	3.0	2.0	1.2	2.4
Itália	2.7	1.1	0.0	1.5
Espanha	1.8	3.1	3.4	3.4
Portugal	0.3	1.1	0.4	1.2
Reino Unido	3.0	3.3	1.9	2.7
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	47.7	7.7	7.4	7.3
Países asiáticos em desenvolvimento	27.1	8.8	9.0	8.7
China	15.4	10.1	10.2	10.0
América latina	7.4	5.7	4.3	4.8
Europa central e de leste	3.3	6.5	5.4	5.3
Comunidade de Estados Independentes (CIS)	3.8	8.4	6.5	6.8
África	3.3	5.5	5.4	5.4
Médio Oriente	2.8	5.5	5.7	5.8
Volume de comércio de bens e serviços		10.6	7.4	8.9
Preços internacionais de matérias-primas em USD				
Petróleo (<i>Brent</i>) - nível		38.0	55.1	67.2 ^(a)
Petróleo (<i>Brent</i>)		33.5	45.0	22.8 ^(b)
Matérias-primas não energéticas		21.7	9.5	25.0 ^(c)
Preços no consumidor				
Economias avançadas		2.0	2.3	2.6
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento		5.6	5.3	5.2

Fontes: FMI, HWWA (preço de matérias-primas não energéticas), Thomson Financial Datastream (preço do petróleo). Para Portugal, INE e Banco de Portugal.

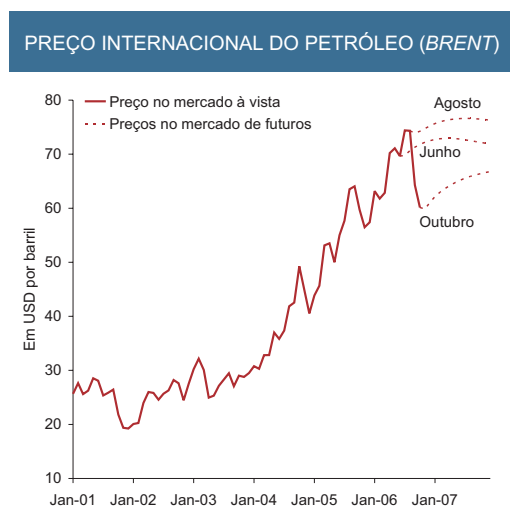
Notas: (a) Dados até 31 de Outubro de 2006. (b) Taxa de variação homóloga, dados até 31 de Outubro de 2006. (c) Taxa de variação homóloga, dados até Outubro de 2006.

Gráfico 2.1



Fonte: FMI.

Gráfico 2.2



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

encontram num impasse, constitui um factor de risco para a evolução da economia mundial, na medida em que pode desencadear um aumento das barreiras ao comércio.

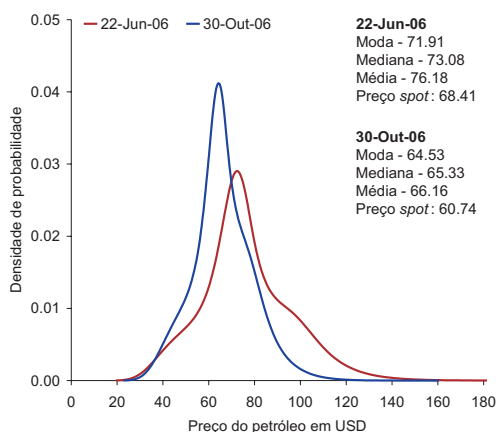
Os preços internacionais do petróleo, bem como de algumas matérias-primas não energéticas, atingiram níveis bastante elevados, reflectindo a forte procura mundial e a limitada capacidade disponível em termos globais. No caso do petróleo, registou-se uma trajectória de aumento do preço até ao início de Agosto, quando atingiu 78 USD/barril, em resultado também de um agravamento das tensões geopolíticas no Médio Oriente e de riscos de perturbações da oferta em alguns dos maiores países produtores. A atenuação dos receios de ruptura na oferta mundial de petróleo, a par de revisões em baixa da procura, contribuiu para a inversão da trajectória de aumento dos preços no início de Agosto. A OPEP anunciou a 20 de Outubro uma redução das quotas de produção em 1.2 milhões de barris por dia, com efeito a partir de 1 de Novembro. No final de Outubro, o preço do *Brent* situava-se perto de 60 USD/barril, correspondendo a um aumento de 3.4 por cento face ao valor verificado no final de 2005 (diminuição de cerca 4 por cento em euros). A evolução do preço do petróleo permanece contudo sujeita a uma significativa incerteza. As cotações no mercado de futuros apontam para uma expectativa de aumento do preço do *Brent* até ao final de 2007 para cerca de 67 USD/barril (Gráfico 2.2). Adicionalmente, a informação obtida a partir das opções revela que os mercados continuam a considerar que existem riscos ascendentes relativamente aos preços actualmente incorporados nos futuros (Gráfico 2.3). No que respeita às matérias-primas não energéticas, que em termos do comércio mundial apresentam um peso superior ao da energia¹, tem-se também verificado nos últimos anos um aumento assinalável de alguns preços, em particular dos metais. Refira-se que nos últimos cinco anos, o aumento do preço dos metais foi inclusivamente mais pronunciado do que o da energia. Entre o final de 2005 e Outubro de 2006, o preço em dólares dos metais não ferrosos apresentou um aumento de quase 60 por cento (cerca de 50 por cento em euros), tendo-se registado aumentos significativos dos preços do cobre, zinco e níquel (Gráfico 2.4).

A possibilidade de uma correcção desordenada dos desequilíbrios macroeconómicos globais mantém-se como um risco importante para a evolução da economia mundial, muito embora o cenário mais provável pareça ser o de um ajustamento gradual. Em 2006, as balanças de transacções correntes de várias economias asiáticas, em particular da China, permaneceram largamente excedentárias e a

(1) No entanto, o peso das matérias-primas energéticas nas importações de matérias-primas dos países pertencentes à OCDE é próximo de 70 por cento.

Gráfico 2.3

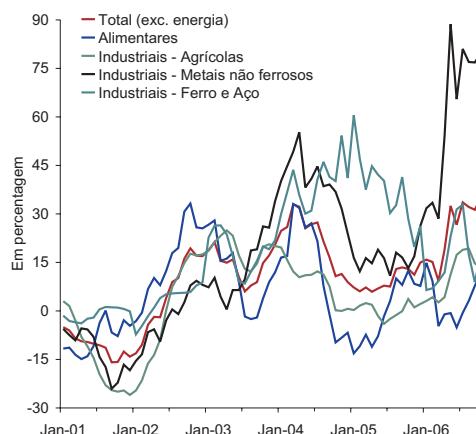
EXPECTATIVAS PARA O PREÇO DO BRENT DERIVADAS A PARTIR DE OPÇÕES SOBRE FUTUROS
 Contrato de Junho de 2007



Fontes: Bloomberg e cálculos do Banco de Portugal.

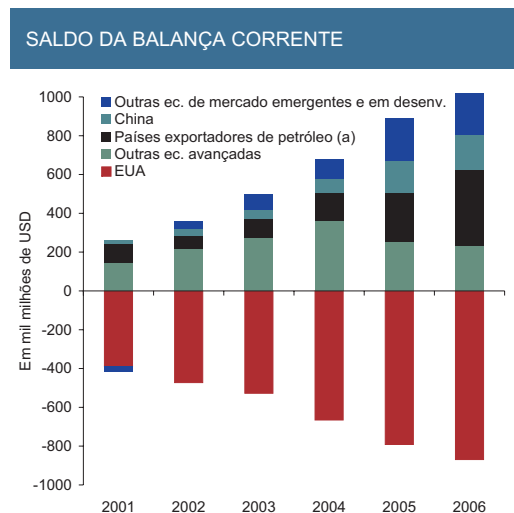
Gráfico 2.4

PREÇO INTERNACIONAL DE MATÉRIAS-PRIMAS NÃO ENERGÉTICAS EM USD
 Taxa de variação homóloga



evolução do preço internacional do petróleo voltou a contribuir para o aumento do excedente de transacções correntes com o exterior dos países exportadores de petróleo. Em contrapartida, as balanças correntes dos países importadores de petróleo, incluindo Portugal, têm sido afectadas negativamente pela perda de termos de troca (Gráfico 2.5). A balança corrente dos EUA continuou a evidenciar um défice significativo, o qual deverá atingir 6.6 por cento do PIB em 2006. Relativamente ao financiamento deste défice, na primeira metade deste ano verificou-se uma entrada um pouco menor de fluxos financeiros de entidades privadas a par de uma maior entrada de fluxos financeiros de entidades oficiais externas. Estes fluxos continuaram a reflectir a aplicação de reservas internacionais

Gráfico 2.5



Fonte: FMI.

Nota: (a) Inclui: Angola, Arábia Saudita, Argélia, Arzebeijão, Bahrain, Brunei, República do Congo, Emiratos Árabes Unidos, Guiné Equatorial, Gabão, Iémen, Irão, Kazaxistão, Kuwait, Líbia, Nigéria, Noruega, Omã, Qatar, Rússia, Síria, Sudão, Trinidad e Tobago, Turquemenistão e Venezuela.

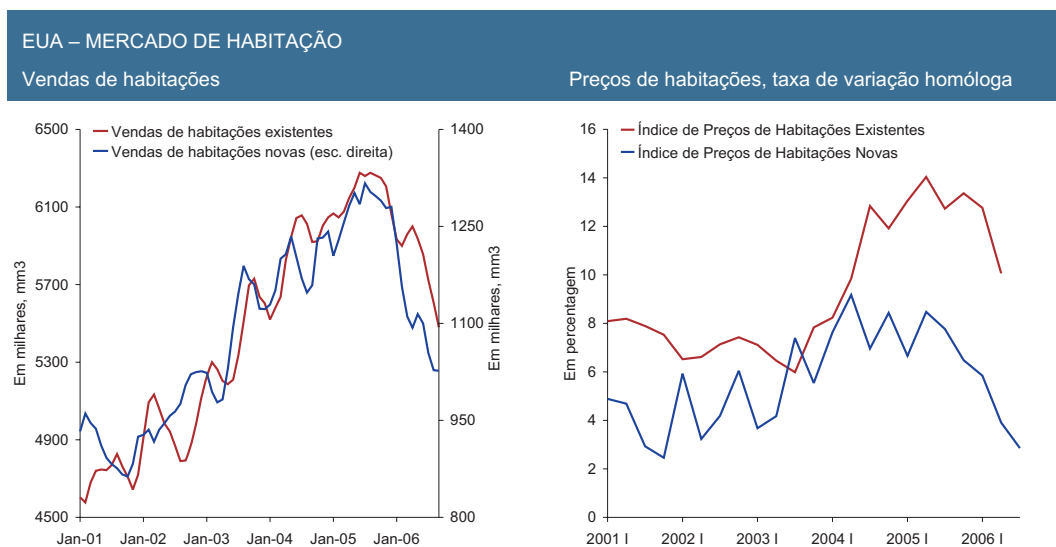
acumuladas por parte de vários bancos centrais da Ásia e dos países exportadores de petróleo na compra de títulos de dívida pública dos EUA, no âmbito da gestão das respectivas políticas cambiais.

A economia norte-americana deverá crescer 3.4 por cento em 2006, um ritmo próximo do evidenciado no ano anterior. Após um crescimento particularmente forte nos primeiros três meses do ano, o PIB apresentou um abrandamento no segundo e terceiro trimestres, resultante em larga medida de um menor crescimento da procura interna. A FBCF privada residencial abrandou de forma significativa. O consumo privado também desacelerou face ao crescimento elevado nos primeiros meses do ano, num contexto de taxas de juro mais altas, de preços de energia elevados, de crescimento modesto do emprego e de abrandamento dos preços das habitações. A informação recente evidencia a continuação da tendência de arrefecimento do mercado habitacional, quer no que se refere à quantidade de habitações vendidas quer ao seu preço. A possibilidade de um abrandamento mais abrupto deste mercado, com reflexos quer sobre o consumo privado quer sobre o investimento residencial, poderá determinar uma moderação mais pronunciada do ritmo de crescimento do produto norte-americano, com reflexos na evolução da economia global (Gráfico 2.6).

O PIB no Japão deverá apresentar em 2006 uma taxa de crescimento de 2.7 por cento, próxima da observada no ano anterior. No primeiro trimestre, o PIB registou um aumento significativo, tendo depois desacelerado, em parte devido a uma queda bastante acentuada da FBCF pública. Apesar da moderação do ritmo de crescimento, a expansão da economia japonesa permanece sólida, assentando principalmente na procura interna. No que se refere aos restantes países asiáticos, é de salientar que em 2006 as economias de mercado emergentes mantêm um crescimento muito forte, em particular a China que deverá registar novamente um crescimento próximo de 10 por cento, resultado essencialmente do continuado dinamismo das exportações e do investimento.

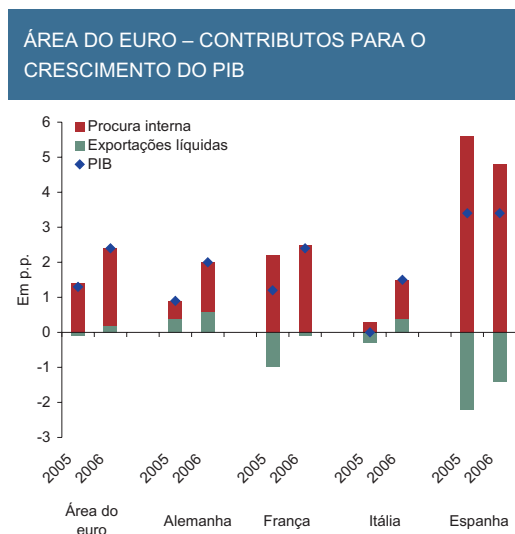
A actividade económica na área do euro deverá acelerar de 1.3 para 2.4 por cento em 2006, traduzindo em grande medida o fortalecimento da procura interna, com destaque para o investimento (Gráfico 2.7). Nos dois primeiros trimestres do ano o crescimento do PIB apresentou-se forte e superior às expectativas – registando variações em cadeia de 0.8 e 0.9 por cento no primeiro e segundo trimestres, respectivamente –, tornando-se também mais abrangente em termos das componentes da despesa. A procura interna fortaleceu-se, em particular a FBCF que apresentou uma trajectória de aceleração no decurso do semestre. Por seu turno, as despesas dos consumidores cresceram a um ritmo forte no

Gráfico 2.6



Fontes: Department of Commerce – Bureau of Census e Thomson Financial Datastream.

Gráfico 2.7

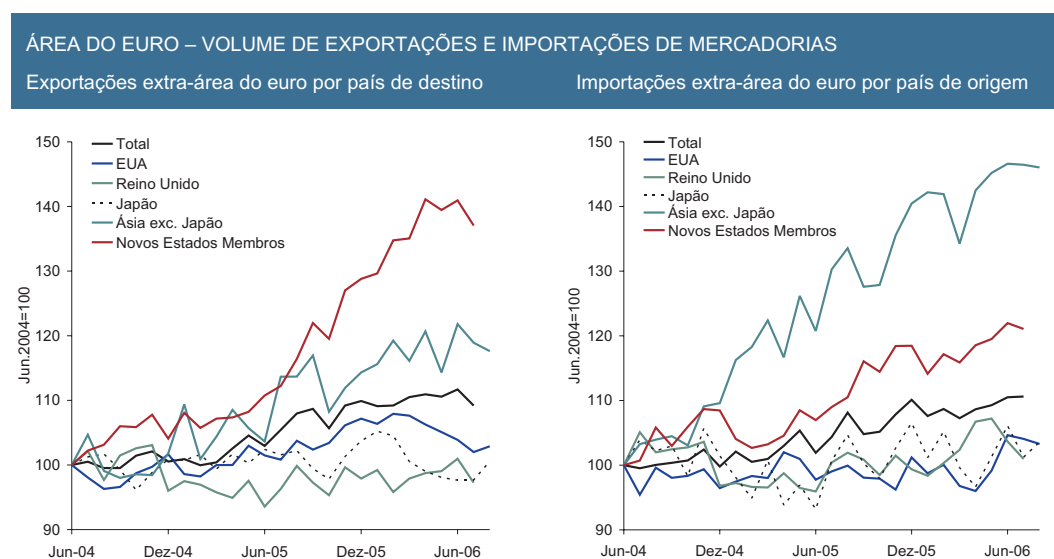


Fonte: FMI.

primeiro trimestre, apresentando uma moderação no segundo, num contexto de melhoria da situação no mercado de trabalho e de manutenção da confiança a níveis próximos da média dos últimos dez anos. O crescimento robusto da procura mundial reflectiu-se favoravelmente no comportamento das exportações da área, ainda que se tenha verificado alguma moderação no segundo trimestre, tendo as importações apresentado um perfil semelhante. A informação de comércio externo continua a evidenciar um forte crescimento das exportações da área do euro para os novos Estados-Membros da União Europeia e, em menor grau, para as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento da Ásia. Paralelamente, estas economias continuaram também a reforçar o peso nas importações da área do euro (Gráfico 2.8).

O fortalecimento da actividade em 2006 é extensível à generalidade das economias da área do euro, incluindo Portugal, ainda que os ritmos de expansão do PIB se mantenham diferenciados. Os cresci-

Gráfico 2.8



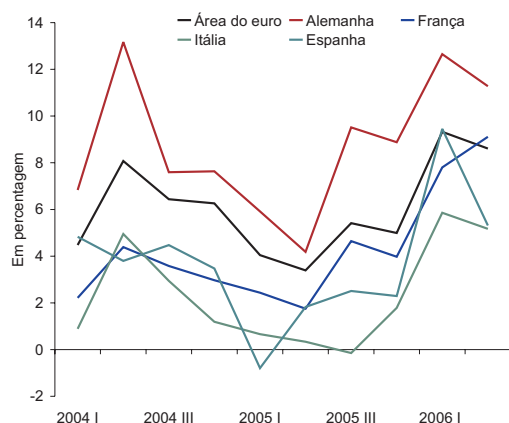
Fonte: Eurostat.

mentos mais fortes continuam a registar-se em algumas das economias de menor dimensão, como a Irlanda e o Luxemburgo. Por sua vez, a economia portuguesa e a italiana continuam a apresentar os crescimentos mais baixos entre os países da área do euro. No que se refere aos principais parceiros comerciais de Portugal, a economia espanhola voltará a apresentar um crescimento próximo de 3.5 por cento em 2006, enquanto a Alemanha e a França registarão uma aceleração significativa da actividade, para 2.0 e 2.4 por cento, respectivamente. O crescimento do PIB nestas três economias tem assentado em larga medida na procura interna, conduzindo a uma expansão das importações, que no caso da Espanha e da Alemanha contribuiu de forma significativa para o crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa em 2006 (ver “Secção 4 Despesa”). Observou-se igualmente uma aceleração das exportações na área do euro, incluindo em países como a Itália, Espanha e França que tinham registado crescimentos baixos no ano anterior (Gráfico 2.9).

Nos outros Estados-membros da União Europeia a actividade económica tem continuado, de um modo geral, a crescer a um ritmo mais forte do que na área do euro (Gráfico 2.10). No Reino Unido, o crescimento do PIB deverá aumentar para 2.7 por cento em 2006, valor próximo do crescimento médio nos últimos 25 anos. O dinamismo da actividade tem assentado no comportamento da procura interna, nomeadamente do consumo privado. As exportações e as importações de bens e serviços apresentaram taxas de crescimento elevadas². Nos restantes países da União Europeia, o crescimento tem-se mantido, em geral, sustentado em 2006, apesar de persistir uma heterogeneidade assinalável quanto aos ritmos de expansão. O crescimento deverá ser mais alto – superior a 6 por cento – no conjunto dos países bálticos e apenas Malta apresentará uma variação do PIB inferior à média da União Europeia. No que se refere às economias de maior dimensão, é de destacar a aceleração da actividade na Polónia e na Hungria, para taxas de 5.0 e 4.5 por cento, respectivamente. Na generalidade dos novos Estados-Membros, o crescimento da actividade em 2006 deverá assentar na robustez da procura interna, verificando-se aumentos significativos quer das exportações quer das importações de bens e serviços.

Gráfico 2.9

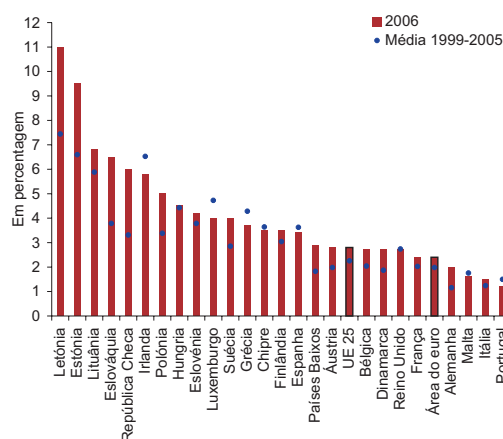
PAÍSES DA ÁREA DO EURO – VOLUME DE EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS
Taxa de variação homóloga



Fonte: Eurostat.

Gráfico 2.10

PRODUTO INTERNO BRUTO NOS PAÍSES DA UNIÃO EUROPEIA
Taxa de variação real



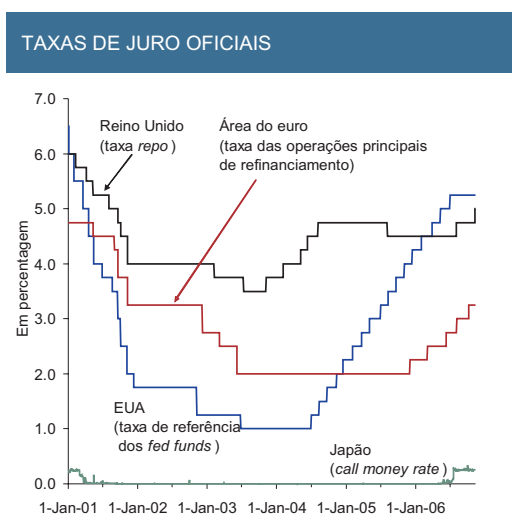
Fonte: FMI.

(2) Na perspectiva da análise da procura externa dirigida à economia portuguesa, vale a pena referir que as estatísticas de comércio externo de mercadorias do Reino Unido continuam a ser afectadas por transacções fraudulentas associadas ao pagamento do IVA e que estão a enviasar para cima o crescimento destes fluxos. De acordo com as estatísticas de comércio externo do Reino Unido, no primeiro semestre, o volume de importações de mercadorias registou um aumento em cadeia de 13.1 por cento e o de exportações de 14.3 por cento. Excluindo o efeito destas transacções fraudulentas, as variações em cadeia das importações e das exportações são de 5.8 e 4.9 por cento, respectivamente.

Nos últimos anos, não obstante o crescimento muito acentuado do preço internacional do petróleo e de outras matérias-primas, a maior concorrência internacional e o contributo das políticas monetárias para a estabilização das expectativas de inflação têm permitido conter o crescimento dos preços no consumidor, nomeadamente através do seu impacto sobre os preços dos bens e serviços transaccionáveis e sobre as decisões salariais nos mercados de trabalho. No entanto, o continuado dinamismo da procura mundial e a progressiva redução da capacidade produtiva disponível têm contribuído para o aumento das pressões inflacionistas a nível global. Assim, no conjunto das economias avançadas a inflação deverá registar um novo aumento em 2006, atingindo 2.6 por cento (2.3 por cento em 2005). A inflação subjacente, que exclui as componentes mais voláteis, aumentará igualmente em algumas economias, em particular nos EUA. Na área do euro, a inflação manteve-se nos primeiros oito meses do ano acima do nível considerado pelo BCE como compatível com a estabilidade de preços no médio prazo. Em Setembro, a variação em termos homólogos dos preços no consumidor reduziu-se significativamente para 1.7 por cento, o que reflectiu em grande medida a evolução do preço do petróleo no mercado internacional³. Excluindo os preços da energia e dos bens alimentares não transformados, a inflação na área do euro tem-se mantido contida, em torno de 1.5 por cento.

Neste contexto, os bancos centrais de várias economias avançadas procederam a aumentos das taxas de juro oficiais no decurso de 2006 (Gráfico 2.11). A Reserva Federal norte-americana continuou a subir a taxa de referência para os *federal funds* em 25 pontos base (p.b.) em todas as reuniões até Junho, num total de 100 p.b. Posteriormente, dados os sinais de abrandamento económico num quadro de moderação do mercado de habitação, a autoridade monetária norte-americana manteve a taxa de juro oficial em 5.25 por cento. Na área do euro, o Conselho do BCE aumentou a taxa de juro oficial também por quatro vezes e num total de 100 p.b., colocando a taxa mínima aplicável às operações principais de refinanciamento em 3.25 por cento em Outubro. No Reino Unido, a expectativa de manutenção da inflação acima do objectivo de 2 por cento por algum tempo, a par de um crescimento económico robusto, de capacidade produtiva disponível limitada e de crescimento forte dos agregados monetários e do crédito, levaram o Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra a aumentar a taxa de juro oficial em 25 p.b. em Agosto e novamente no início de Novembro, passando a taxa de juro oficial a situar-se em 5.0 por cento. Em virtude de se terem consolidado os sinais de que o período de

Gráfico 2.11



Fontes: BCE e Bloomberg.

(3) De acordo com a estimativa preliminar do Eurostat, em Outubro a variação em termos homólogos do IHPC ter-se-á situado em 1.6 por cento.

deflação no Japão terá terminado, em meados de Julho a autoridade monetária japonesa procedeu igualmente a um aumento de 25 p.b. da taxa de juro oficial, que permanecia em zero por cento desde 2001.

No domínio orçamental voltaram a não se registar progressos significativos na correcção dos desequilíbrios das contas públicas das principais economias avançadas. De acordo com as projecções do FMI, os défices ajustados do ciclo registarão reduções pouco significativas nos EUA e na área do euro, devendo situar-se em, respectivamente, 3.1 e 1.7 por cento do PIB potencial. No Reino Unido e no Japão, o défice estrutural não deverá sofrer alterações significativas face a 2005, mantendo-se em níveis próximos de 3 e 5 por cento do PIB potencial, respectivamente.

As condições nos mercados financeiros continuaram globalmente favoráveis nos primeiros dez meses do ano, não obstante um curto período de instabilidade em Maio e Junho que afectou sobretudo os mercados accionistas. Até Outubro, e face ao final de 2005, os principais mercados accionistas apresentaram valorizações (com excepção do índice *Nikkei* no Japão); as taxas de juro de longo prazo registaram algum aumento, mas mantiveram-se em níveis baixos; continuou a verificar-se uma compressão dos diferenciais de rendibilidade da dívida soberana de mercados emergentes; e os níveis de volatilidade permaneceram reduzidos (Quadro 2.2).

Nos primeiros meses de 2006, os principais mercados accionistas mantiveram uma trajectória de valorização. Entre meados de Maio e de Junho, verificou-se uma inversão desta tendência, que afectou em particular alguns mercados emergentes e que terá estado associada a uma reavaliação por parte dos investidores do ritmo de subida das taxas de juro oficiais dos principais bancos centrais num quadro de aumento das pressões inflacionistas. Posteriormente, os mercados accionistas quer de economias desenvolvidas quer de mercados emergentes voltaram a apresentar uma tendência de valorização, recuperando em geral as perdas acumuladas em Maio/Junho (Gráfico 2.12). O aumento das volatilidades implícitas nos mercados accionistas observado neste período também não foi sustentado, tendo-se registado uma reversão das volatilidades para níveis baixos.

Nos mercados obrigacionistas, as taxas de juro de longo prazo evidenciaram uma trajectória de subida na primeira metade do ano que, de acordo com a informação obtida a partir de obrigações indexadas à inflação, traduziu o aumento das taxas de juro reais. O período de correcção nos mercados accionistas foi acompanhado por uma diminuição das taxas de juro de longo prazo, consistente com uma maior preferência por activos de menor risco, que se revelou no entanto de dimensão pouco significativa e apenas temporária. Na segunda metade do ano, a trajectória de aumento das taxas de juro de longo prazo foi invertida. Dadas as perspectivas de abrandamento da economia mundial e em particular dos EUA, verificou-se uma redução das taxas de juro reais quer na área do euro quer na economia norte-americana, tendo-se observado também, no caso dos EUA, uma diminuição das expectativas de inflação. No final de Outubro, as taxas de juro a dez anos situavam-se em torno de 4.6 por cento nos EUA e de 3.8 por cento na área do euro, isto é cerca de 70 p.b. acima dos mínimos atingidos no decurso de 2005. Tendo em conta as expectativas quanto à evolução no longo prazo da inflação e do crescimento real destas economias, as taxas de juro de longo prazo permanecem a níveis ainda baixos, em particular no caso da economia norte americana (Gráfico 2.13). Os diferenciais de rendibilidade das obrigações de dívida privada face à dívida pública registaram algum aumento no decurso do ano quer nos EUA quer na área do euro, aproximando-se dos valores médios observados entre 1999 e 2006. Por seu turno, os diferenciais de rendibilidade da dívida de emissores soberanos das economias de mercado emergentes permaneceram em níveis particularmente baixos, o que em parte poderá estar a reflectir a melhoria dos fundamentos macroeconómicos nestes países evidenciada nos últimos anos.

Quadro 2.2

MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS

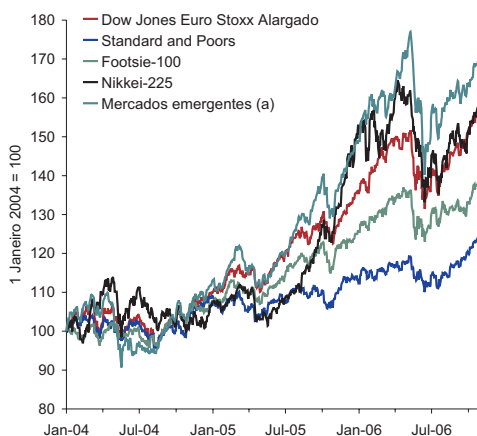
	Médias			Final de período		
	2004	2005	2006 ^(a)	2004	2005	2006 ^(a)
Índices bolsistas (variação em percentagem)						
S&P 500	17.1	6.8	7.1	9.0	3.0	10.4
Nasdaq	20.6	5.7	6.4	8.6	1.4	7.3
Nikkei 225	20.1	11.1	29.1	7.6	40.2	1.8
FTSE 100	11.6	14.1	13.8	7.5	16.7	9.1
Dow Jones Euro Stoxx	17.8	17.0	19.6	10.0	23.0	15.3
Taxas de juro a 10 anos - dívida pública (percentagem)						
EUA	4.3	4.3	4.8	4.2	4.4	4.6
Japão	1.5	1.4	1.8	1.4	1.5	1.7
Reino Unido	4.9	4.4	4.5	4.5	4.1	4.5
Área do euro	4.1	3.4	3.9	3.7	3.4	3.8
Diferenciais entre as taxas de rentabilidade de obrigações de dívida privada e as de obrigações de dívida pública (maturidades de 7 e 10 anos) (pontos base)						
EUA						
AA	13.1	24.1	48.0	19.7	40.0	59.8
BBB	72.8	76.1	99.2	58.2	98.5	118.2
Área do euro						
AA	32.6	27.9	33.9	32.7	29.2	35.7
BBB	83.9	98.2	125.9	71.5	122.5	119.9
Spreads de dívida de mercados emergentes						
EMBI+	437.2	316.7	202.1	356.0	245.0	194.0
Taxas de câmbio efectivas nominais (variação em percentagem)						
Dólar norte-americano	-4.6	-2.5	-1.6	-4.5	3.5	-4.0
Iene japonês	3.7	-3.2	-6.7	0.7	-10.4	-3.6
Libra esterlina	5.0	-1.6	0.0	1.6	-2.3	5.2
Euro	4.0	-0.9	0.2	2.1	-7.1	3.1
Por memória:						
Taxa de câmbio EUR/USD ^(b)	10.0	0.0	0.2	7.8	-13.4	7.6

Fontes: BCE (taxa de câmbio efectiva do euro e taxa de câmbio EUR/USD), BIS (taxa de câmbio efectiva do iene e da libra e taxa de juro a 10 anos da área do euro), Bloomberg, Federal Reserve Board (taxa de câmbio efectiva do dólar) e JPMorgan (EMBI+).

Notas: (a) Dados até 31 de Outubro de 2006. (b) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro.

Gráfico 2.12

MERCADOS ACCIONISTAS

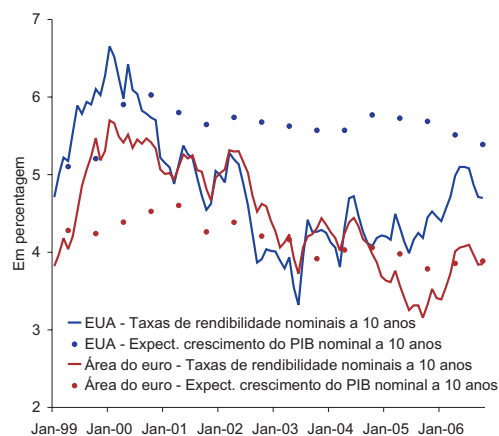


Fontes: Bloomberg e Thomson Financial Datastream.

Nota: (a) Índice da Morgan Stanley Capital International que inclui: Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, República Checa, Egipto, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Coreia, Malásia, México, Marrocos, Paquistão, Perú, Filipinas, Polónia, Rússia, África do Sul, Taiwan, Tailândia e Turquia.

Gráfico 2.13

TAXAS DE RENDIBILIDADE E EXPECTATIVAS DE CRESCIMENTO DO PIB NO LONGO PRAZO



Fontes: BCE, Bloomberg e Consensus Economics.

Nos mercados cambiais, o dólar norte-americano tem registado uma depreciação face às principais moedas e, embora de forma menos pronunciada, também face a moedas de economias de mercado emergentes, que sofreram alguma perda de valor durante o período de instabilidade em meados do ano. A taxa de câmbio do renmimbi chinês face ao dólar tem apresentado uma flexibilidade limitada desde o anúncio por parte das autoridades chinesas do abandono da ligação à moeda norte-americana e a introdução de um regime de flutuação controlada (*managed floating*) em meados de 2005 (entre o final de 2005 e o final de Outubro de 2006, a apreciação face ao dólar foi de 2.4 por cento). O euro registou uma apreciação nominal efectiva cerca de 3 por cento entre o final de 2005 e o final de Outubro de 2006, contrariando parcialmente a depreciação observada no decurso de 2005 (7.1 por cento entre finais de 2004 e 2005). Tomando como referência os principais parceiros comerciais da área do euro, a moeda europeia apreciou face ao dólar, ao iene e, ainda que em menor grau, ao franco suíço, tendo registado uma depreciação face à libra esterlina.

3. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

3.1. Política monetária do BCE e condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

Política monetária do BCE

Como referido na secção anterior, nos primeiros dez meses de 2006 o BCE prosseguiu a remoção gradual do carácter acomodatório da política monetária na área do euro. Depois do aumento realizado em Dezembro de 2005, o BCE voltou a aumentar as taxas de juro oficiais em 25 p.b. em Março, Junho, Agosto e Outubro, colocando a taxa de juro mínima aplicável às operações principais de refinanciamento em 3.25 por cento (Quadro 3.1).

A subida das taxas de juro oficiais reflectiu a avaliação do Conselho do BCE de que existiam riscos para a estabilidade de preços a médio prazo, num contexto em que a actividade económica apresentou um crescimento apreciável e que se revelou superior ao esperado. Num quadro em que as taxas de juro oficiais permanecem em níveis baixos quer em termos nominais quer em termos reais, e em que a moeda e o crédito mantêm um crescimento elevado, o BCE adoptou uma atitude de vigilância por forma a assegurar que as expectativas de inflação permaneçam firmemente ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços (Gráfico 3.1). Conforme sublinhado pelo Conselho do BCE, não obstante o aumento das taxas de referência, a política monetária na área do euro permanece ainda acomodatória. Neste contexto, as expectativas de mercado incorporam uma nova subida de cerca de 25 p.b. das taxas de juro até ao final do ano (Gráfico 3.2).

A manutenção das taxas de juro de curto e longo prazos em níveis reduzidos contribuiu para que o crédito continuasse a apresentar um crescimento elevado. Em particular, e no que se refere aos empréstimos ao sector privado, salienta-se a continuação do forte crescimento dos empréstimos para aquisição de habitação que apresentaram no entanto alguma moderação a partir de meados do ano. De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito na área do euro, a procura de crédito por particulares para aquisição de habitação reduziu-se no terceiro trimestre, pela primeira vez desde o início de 2005. Por seu turno, os empréstimos às sociedades não financeiras registaram uma trajectória de aceleração, de 8.3 por cento no final de 2005, para 12.7 por cento em Setembro. Num contexto de custos de financiamento favoráveis, esta evolução estará a reflectir um aumento da necessidade de fundos para financiar o investimento, bem como as actividades de fusão e aquisição na área do euro. De facto, e ainda de acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Merca-

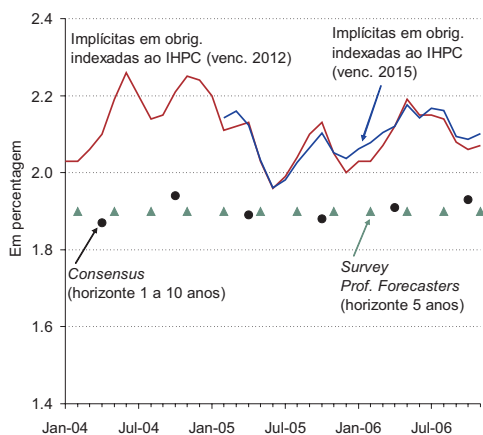
Quadro 3.1

TAXAS DE JURO DO BANCO CENTRAL EUROPEU			
Em percentagem			
Data da decisão	Facilidade permanente de depósito	Operações principais de refinanciamento	Facilidade permanente de cedência
5 Out. 2000	3.75	4.75	5.75
10 Mai. 2001	3.50	4.50	5.50
30 Ago. 2001	3.25	4.25	5.25
17 Set. 2001	2.75	3.75	4.75
8 Nov. 2001	2.25	3.25	4.25
5 Dez. 2002	1.75	2.75	3.75
6 Mar. 2003	1.50	2.50	3.50
5 Jun. 2003	1.00	2.00	3.00
1 Dez. 2005	1.25	2.25	3.25
2 Mar. 2006	1.50	2.50	3.50
8 Jun. 2006	1.75	2.75	3.75
3 Ago. 2006	2.00	3.00	4.00
5 Out. 2006	2.25	3.25	4.25

Fonte: BCE.

Gráfico 3.1

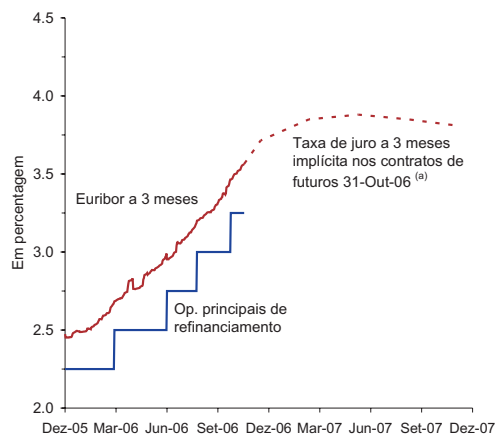
ÁREA DO EURO – EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO A LONGO PRAZO



Fontes: BCE, Bloomberg e Consensus Economics.

Gráfico 3.2

ÁREA DO EURO – TAXA DE JURO DE CURTO PRAZO



Fontes: Bloomberg e Banco de Portugal.

Nota: (a) Nas datas assinaladas o eixo das abcissas refere-se às datas de vencimento dos contratos.

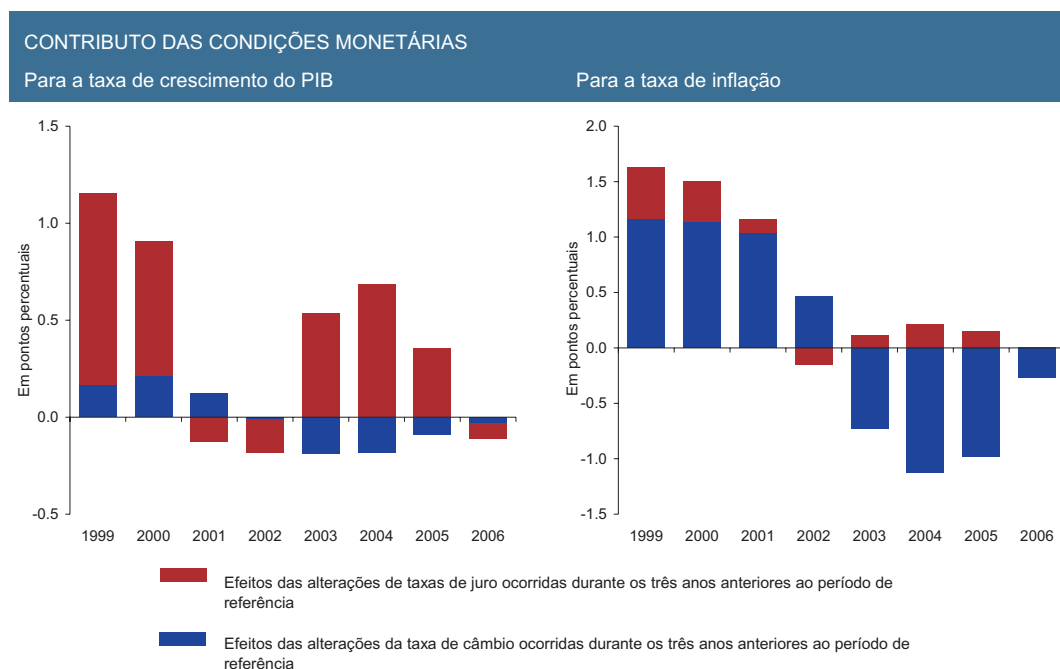
do de Crédito na área do euro, estes factores continuaram a ser referidos pelas empresas não financeiras como estando a contribuir para o aumento da procura de crédito. As condições de concessão de crédito às empresas não financeiras mantiveram-se praticamente inalteradas no segundo e terceiro trimestres, depois de terem evoluído no sentido de uma menor restritividade no final de 2005 / início de 2006, enquanto a procura de crédito pelas empresas não financeiras continuou a aumentar nos três primeiros trimestres do ano.

Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

O gradual aumento das taxas de juro desde os últimos meses de 2005, a par da apreciação acumulada do índice cambial efectivo para Portugal, terá contribuído negativamente, ainda que de forma moderada, para o crescimento do PIB em 2006. As condições monetárias prevaletentes ao longo dos últimos anos também terão contribuído para uma diminuição da inflação, ainda que de forma menos significativa do que em anos anteriores (Gráfico 3.3).

O fim do período relativamente prolongado de estabilidade das taxas de juro das operações de política monetária na área do euro reflectiu-se na evolução registada pelas taxas de juro bancárias aplicadas por bancos portugueses em 2006 (Quadro 3.2 e Gráfico 3.4). Uma vez que a quase totalidade dos empréstimos concedidos pelo sistema bancário português são contratados a taxas de juro variáveis, geralmente indexadas a taxas de juro do mercado monetário, a transmissão das alterações nas taxas de referência do BCE às taxas de juro sobre saldos de empréstimos e depósitos tem sido relativamente rápida. Deste modo, as taxas de juro sobre saldos também começaram a aumentar no final de 2005, registando aumentos de magnitude muito semelhante aos observados para taxas de juro sobre novas operações de empréstimos e depósitos a prazo. No entanto, o aumento das taxas de juro no mercado monetário não se tem reflectido de forma integral nas taxas de juro do crédito, uma vez que as margens de taxa de juro aplicadas pelos bancos continuaram a diminuir (sobretudo nos empréstimos concedidos a particulares para aquisição de habitação e a empresas não financeiras), mantendo a tendência observada em anos anteriores. Esta compressão das margens de taxa de juro do crédito estará associada a pressões concorrenciais no sector financeiro, conforme sugerido pelos resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (Gráfico 3.5)^{4,5}.

Gráfico 3.3



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Para informação detalhada sobre este índice, veja-se Esteves, Paulo Soares (2003), "Índice de condições monetárias para Portugal", *Boletim Económico*, Junho, Banco de Portugal.

(4) Os resultados deste inquérito trimestral podem ser consultados em www.bportugal.pt e são analisados no texto "O sistema bancário no primeiro semestre de 2006", neste *Boletim Económico*.

(5) A evolução das margens de taxa de juro é analisada com maior detalhe na "Secção 4 Rendibilidade" do artigo "O sistema bancário no primeiro semestre de 2006", neste *Boletim Económico*.

Quadro 3.2

CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

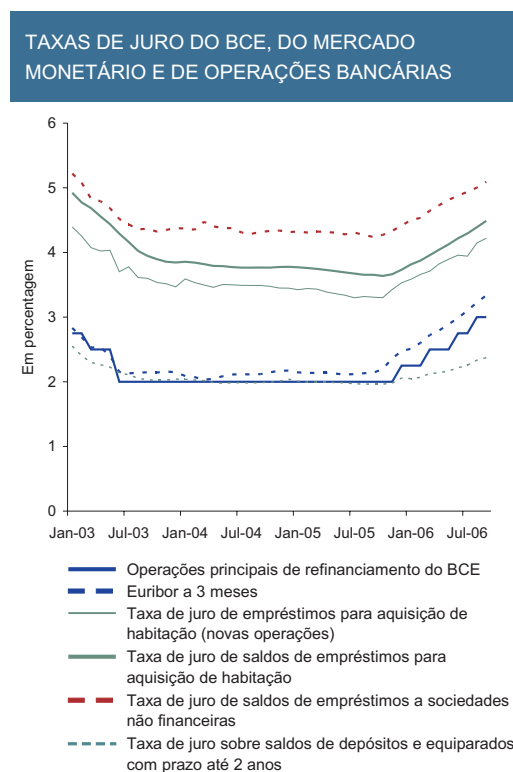
Valores médios no período

	2004	2005	2005				2006			
			I	II	III	IV	I	II	III	Outubro
Taxas de juro - em percentagem										
Euribor a 3 meses	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5
Taxa de rentabilidade das obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade 10 anos	4.1	3.4	3.6	3.3	3.3	3.5	3.6	4.1	4.0	4.0
Taxas de juro sobre saldos dos empréstimos bancários										
Sociedades não financeiras	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.6	4.8	5.0	
Particulares para habitação	3.8	3.7	3.8	3.7	3.7	3.7	3.9	4.1	4.4	
Particulares para consumo e outros fins	7.8	7.7	7.7	7.7	7.6	7.7	7.8	7.9	8.2	
Taxas de juro sobre novas operações de empréstimos bancários para habitação	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.7	3.9	4.1	
Bolsa										
PSI Geral (variação percentual face ao período comparável precedente)	27.5	11.3	5.5	-1.1	1.6	6.2	13.7	7.0	1.5	3.4
Taxa de câmbio										
Taxa de câmbio EUR/USD	1.24	1.24	1.31	1.26	1.22	1.19	1.20	1.26	1.27	1.26
Variação percentual face ao período comparável precedente ^(a)	9.9	0.1	1.1	-3.9	-3.2	-2.5	1.1	4.5	1.4	-0.9
Índice cambial efectivo nominal ^(b)	100.9	100.8	101.3	100.8	100.6	100.4	100.5	101.0	101.1	101.0
Variação percentual face ao período comparável precedente ^(a)	0.6	-0.2	0.0	-0.5	-0.2	-0.2	0.1	0.4	0.1	-0.1
Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes (taxa de crescimento anual) ^(c)										
Sector privado não financeiro	6.6	7.7	6.0	6.8	7.8	7.7	8.6	8.3		
Particulares	9.8	10.1	9.3	9.3	9.9	10.1	10.6	10.3		
Para aquisição de habitação	10.5	11.1	10.7	10.9	11.1	11.1	11.2	10.8		
Para consumo e outros fins	7.5	6.7	5.1	4.2	5.8	6.8	8.7	8.5		
Sociedades não financeiras	3.2	4.8	2.3	4.0	5.3	4.8	6.0	5.8		
Por memória:										
IHPC - Taxa de variação homóloga	2.5	2.1	2.1	1.5	2.4	2.5	3.2	3.6	2.9	

Fontes: BCE, Euronext Lisboa, INE, Reuters e Banco de Portugal.

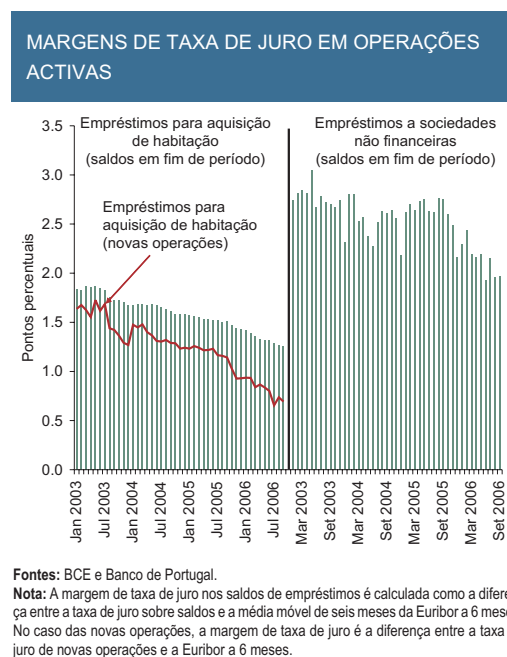
Notas: (a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do euro face ao dólar ou do índice cambial efectivo. (b) Cálculos efectuados face a um grupo de 22 parceiros comerciais. Para uma descrição detalhada da metodologia, veja-se Gouveia, A. C. e Coimbra C. (2004), "Novo índice cambial efectivo para a economia portuguesa", Boletim Económico, Dezembro, Banco de Portugal. (c) Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ajustadas de operações de titularização realizadas através de entidades-veículo não residentes. O agregado das instituições financeiras residentes inclui as outras instituições financeiras monetárias residentes e outras instituições de crédito incluídas no sector dos outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros residentes.

Gráfico 3.4



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Gráfico 3.5



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

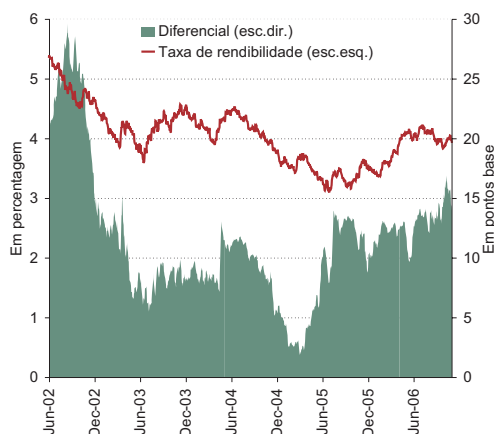
Nota: A margem de taxa de juro nos saldos de empréstimos é calculada como a diferença entre a taxa de juro sobre saldos e a média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses. No caso das novas operações, a margem de taxa de juro é a diferença entre a taxa de juro de novas operações e a Euribor a 6 meses.

As taxas de rendibilidade de longo prazo das obrigações do Tesouro português aumentaram ligeiramente no decurso de 2006, sobretudo durante o primeiro semestre do ano (Gráfico 3.6). A partir de meados do ano observou-se uma interrupção da tendência ascendente das taxas de rendibilidade de longo prazo a nível global, essencialmente devido à consolidação de expectativas de abrandamento do ritmo de crescimento da economia mundial face ao observado nos trimestres anteriores (em particular, para a economia norte-americana). As taxas de rendibilidade da dívida pública portuguesa seguiram de um modo geral a evolução registada noutros países da área do euro. Deste modo, o diferencial entre as taxas de rendibilidade de longo prazo da dívida pública portuguesa e alemã manteve-se em níveis próximos dos observados desde meados de 2005, ainda que se tenha verificado um ligeiro aumento durante os meses de Junho e Julho. O diferencial de juro face à dívida pública alemã situa-se actualmente próximo dos 15 p.b, o que corresponde a um aumento de cerca de 10 p.b. face aos níveis mínimos observados no início de 2005.

Nos primeiros dez meses de 2006, o índice PSI Geral registou uma evolução bastante positiva, tendo aumentado cerca de 25 por cento desde o final do ano anterior, uma valorização superior à registada pelo índice *Dow Jones Euro Stoxx* no mesmo período. O crescimento do índice bolsista português foi particularmente forte no primeiro trimestre, reflectindo, em parte, o anúncio das ofertas públicas de aquisição sobre a PT e sobre o BPI em Fevereiro e Março de 2006, respectivamente. No segundo trimestre, o índice português foi afectado pelas perturbações observadas nos mercados financeiros internacionais no final da Primavera. No entanto, a desvalorização registada neste período foi integralmente revertida até ao final de Agosto. Nos meses seguintes, o PSI Geral continuou a registar uma valorização significativa. O desempenho positivo do mercado accionista português foi transversal à maior parte dos sectores considerados no PSI Geral, destacando-se o contributo do sector

Gráfico 3.6

TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA E DIFERENCIAL FACE À DÍVIDA PÚBLICA ALEMÃ



Nota: Taxas de rendibilidade obtidas em fecho de dia. O diferencial foi calculado interpolando a curva de rendimentos alemã, de forma a garantir que a taxa de rendibilidade do benchmark a 10 anos português está a ser comparada com uma *yield* alemã com maturidade semelhante. O diferencial apresentado foi calculado tendo por base médias móveis de 5 dias.

financeiro, das empresas industriais, do sector energético e de telecomunicações. Apenas o sector das tecnologias registou uma variação negativa no período considerado.

A informação disponível para a primeira metade do ano aponta para uma desaceleração do endividamento total das sociedades não financeiras. Tal evolução resulta essencialmente de um menor recurso ao financiamento por títulos, uma vez que os empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes⁶ registaram uma aceleração significativa nos primeiros seis meses do ano, mantendo a tendência de recuperação iniciada em meados de 2005 (Gráfico 3.7).

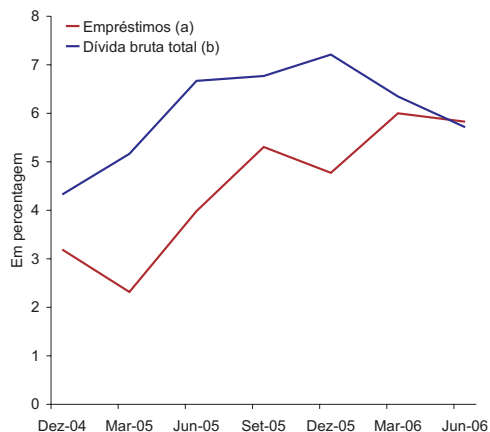
A aceleração dos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras tem vindo a reflectir essencialmente o dinamismo evidenciado pelos empréstimos a empresas de serviços (destacando-se os empréstimos ao sector 'serviços prestados principalmente a empresas', onde se incluem as sociedades gestoras de participações sociais de alguns grupos económicos, bem como os empréstimos a empresas de actividades imobiliárias) (Quadro 3.3). De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre Mercado de Crédito, a procura de empréstimos por parte das empresas portuguesas tem estado associada essencialmente a processos de reestruturação de dívida, ao financiamento de fusões, aquisições e outros processos de reestruturação empresarial e, em menor grau, ao financiamento de existências e de necessidades de fundo de maneo. Em contrapartida, o investimento, que continuou a diminuir em 2006, não tem contribuído para sustentar a procura de empréstimos por parte das empresas não financeiras, em contraste com o observado na área do euro.

O financiamento das empresas não financeiras no mercado de capitais registou níveis inferiores aos observados em semestres anteriores (Gráfico 3.8). De facto, as emissões líquidas de acções de empresas cotadas e de papel comercial assumiram valores quase nulos, enquanto que a emissão líquida de obrigações representou apenas cerca de 12 por cento do fluxo de financiamento das empresas

(6) O agregado das instituições financeiras residentes inclui as outras instituições financeiras monetárias residentes (sector habitualmente referido na publicação *Indicadores de Conjuntura*) e outras instituições de crédito incluídas no sector dos outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros residentes, cuja informação está disponível apenas numa base trimestral. Para o cálculo das taxas de variação dos empréstimos ao sector privado não financeiro procedeu-se ao ajustamento das operações de titularização realizadas através de veículos não residentes.

Gráfico 3.7

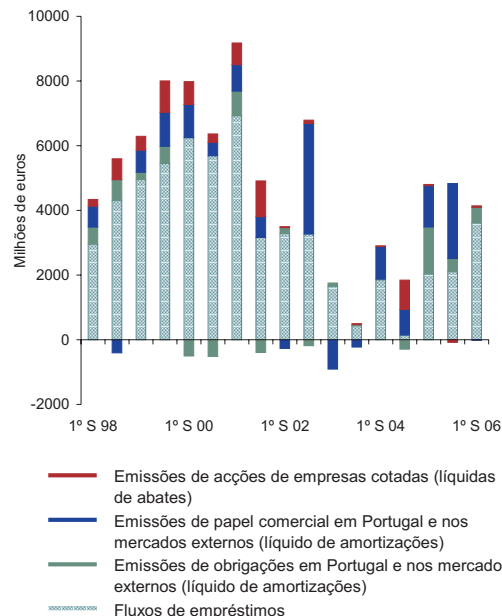
CRÉDITO CONCEDIDO A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS
Taxa de variação anual



Fonte: Banco de Portugal.
Notas: (a) Inclui empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ajustados de operações de titularização de créditos com a intervenção de um veículo financeiro não residente. (b) O conceito de dívida subjacente a esta taxa de variação inclui créditos concedidos a sociedades não financeiras (excluindo investimento directo estrangeiro em empresas com sede nos off-shores da Madeira e de Santa Maria), títulos excepto acções e créditos comerciais.

Gráfico 3.8

FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS



Fonte: Banco de Portugal.

Quadro 3.3

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS POR OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS ^(a)
Taxa de variação anual

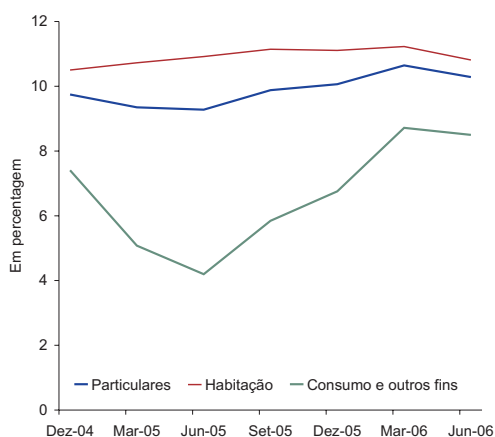
	Peso no total dos empréstimos						
	Ago-05	Jun-04	Dez-04	Jun-05	Dez-05	Jun-06	Ago-06
Total dos empréstimos a sociedades não financeiras	100.0	1.9	1.5	2.1	4.6	6.1	6.5
Por sector de actividade:							
Agricultura, produção animal, caça, silvicultura e pesca	1.5	-1.5	2.4	4.9	4.7	8.4	7.3
Indústrias extractivas	0.5	-4.0	-8.0	1.5	0.9	-8.8	-7.0
Indústrias transformadoras	14.4	-6.3	-5.7	-4.2	-4.6	-2.9	-1.9
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	2.4	-3.8	-2.3	36.6	33.4	13.5	11.6
Construção	19.5	2.1	4.9	6.9	8.6	5.0	4.5
Serviços	61.7	4.5	2.5	1.2	4.7	8.4	8.9
dos quais:							
Actividades imobiliárias	17.7	13.9	13.6	10.5	10.7	10.7	10.4
Outras actividades de serviços prestados principalmente a empresas	11.6	-1.4	-2.0	-4.7	6.6	17.0	19.6
Comércio, alojamento e restauração	19.8	2.5	0.7	0.4	2.9	4.8	5.1
Transportes, correios e telecomunicações	7.4	13.7	-4.8	-8.7	-5.5	1.9	0.8

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: (a) As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de período e transacções, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações.

Gráfico 3.9

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS POR INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO RESIDENTES A PARTICULARES ^(a)

Taxa de variação anual



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Inclui empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ajustados de operações de titularização de créditos com a intervenção de um veículo financeiro não residente.

não financeiras no primeiro semestre de 2006. Deste modo, verificou-se uma substituição significativa de financiamento nos mercados de capitais por empréstimos bancários.

O endividamento dos particulares continuou a aumentar no primeiro semestre de 2006, a uma taxa ligeiramente superior à registada no final de 2005 (Gráfico 3.9). A taxa de variação dos empréstimos concedidos a particulares para aquisição de habitação apresentou uma virtual estabilização nos primeiros seis meses do ano, num contexto de subida das taxas de juro. A persistência de taxas de crescimento relativamente elevadas neste segmento do crédito poderá estar a reflectir a oferta de novos produtos financeiros e modalidades contratuais, tais como o alongamento das maturidades ou uma maior flexibilidade nos rácios *loan-to-value* exigidos, bem como a compressão das margens de taxa de juro aplicadas pelos bancos, conforme referido anteriormente. Por sua vez, a taxa de variação dos empréstimos para consumo e outros fins registou alguma aceleração na primeira metade do ano. De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre Mercado de Crédito, estes empréstimos terão estado primordialmente relacionados com o financiamento da aquisição de bens duradouros⁷.

3.2. Política orçamental

O défice das administrações públicas deverá situar-se em 4.6 por cento do PIB em 2006, o que representa uma redução de 1.4 p.p. do PIB relativamente ao observado em 2005. O valor para o défice coincide com o objectivo oficial assumido na última actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento 2005-2009. Por sua vez, o rácio da dívida pública deverá atingir 67.4 por cento, aumentando 3.4 p.p. face ao final de 2005 (Quadro 3.4).

(7) Tendo em consideração informação disponível para o terceiro trimestre de 2006 relativa aos empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes, observou-se uma ligeira desaceleração dos empréstimos para aquisição de habitação. Por sua vez, os empréstimos concedidos a particulares para consumo e outros fins registaram uma aceleração muito significativa no terceiro trimestre, ainda que tal evolução seja particularmente afectada por empréstimos concedidos a instituições privadas sem fins lucrativos que, sob o ponto de vista de classificação estatística, se incluem no sector dos particulares.

Segundo as estimativas do Banco de Portugal, a evolução cíclica da economia deverá continuar a contribuir, ainda que ligeiramente, para o agravamento do défice orçamental. Com efeito, dado que a metodologia utilizada tem em conta a composição da despesa e do rendimento, a aceleração do PIB não se reflecte na totalidade na melhoria da componente cíclica do défice, em particular dado que o consumo privado apresentará uma variação inferior ao seu crescimento tendencial. Assim, o défice ajustado do ciclo e de medidas temporárias deverá reduzir-se em 1.5 p.p. do PIB em 2006. Deste modo, e com toda a incerteza que envolvem, as actuais estimativas apontam no sentido de que a Recomendação do Conselho da União Europeia referente ao ajustamento orçamental a ser realizado este ano, no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento, venha a ser respeitada.

As despesas em juros deverão aumentar 0.1 p.p. do PIB em resultado do aumento do *stock* da dívida pública. De facto, dada a composição deste agregado por maturidades, a recente evolução das taxas de juro não implicou ainda um aumento da taxa de juro implícita da dívida. Assim, estima-se que o saldo primário ajustado do ciclo venha a apresentar uma subida de 1.6 p.p. do PIB, o que sugere uma orientação claramente restritiva da política orçamental no ano corrente. Este resultado assenta predominantemente num aumento da receita fiscal e, numa menor medida, numa redução das despesas com pessoal e de investimento, num contexto ainda caracterizado por uma forte expansão da despesa em pensões.

A receita fiscal, incluindo contribuições sociais, ajustada dos efeitos do ciclo terá, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, um contributo de cerca de 1 p.p. do PIB para a melhoria da posição orçamental subjacente. Este resultado decorre dos efeitos de medidas discricionárias, na sua maioria aprovadas em anos anteriores, e, numa menor escala, do aumento da eficácia da administração fiscal. No que respeita a medidas discricionárias são de destacar, pela sua importância, o impacto adicional da subida da taxa normal do IVA em Julho de 2005, o aumento do ISP por litro de gasolina e de gasóleo em 2.5 cêntimos em meados de Janeiro de 2006 e o efeito da eliminação de benefícios fiscais no IRS, líquido de parte da perda de receita resultante da diminuição das taxas, no âmbito do Orçamento de 2005. Também do lado da receita, merece referência a recuperação dos dividendos recebidos pelo Estado, depois da quebra muito acentuada verificada em 2005.

Ainda de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, a despesa em pensões, apesar de alguma desaceleração, deverá contribuir em cerca de 0.4 p.p. para o aumento da despesa em rácio do PIB. Em contrapartida, a despesa com vencimentos dos trabalhadores das administrações públicas (corrigindo a quebra de série resultante da empresarialização de alguns hospitais públicos no final de 2005)

Quadro 3.4

PRINCIPAIS INDICADORES ORÇAMENTAIS

Em percentagem do PIB

	2002	2003	2004	2005	2006
Saldo total ^(a)	-2.9	-2.9	-3.2	-6.0	-4.6
Saldo primário ^(a)	0.0	-0.2	-0.5	-3.3	-1.7
Saldo total ajustado do ciclo e de medidas temporárias ^(b)	-4.9	-4.8	-4.7	-5.2	-3.7
Saldo primário ajustado do ciclo e de medidas temporárias ^(b)	-2.0	-2.0	-2.0	-2.4	-0.8
Dívida pública ^(a)	55.5	57.0	58.6	64.0	67.4

Fontes: INE, MFAP (Relatório do OE2007) e Banco de Portugal.

Nota: (a) O PIB utilizado no cálculo dos rácios apresentados é o considerado na elaboração da proposta de Relatório do Orçamento do Estado para 2007. (b) Cálculos do Banco de Portugal. Para uma descrição da metodologia utilizada no ajustamento cíclico ver Neves e Sarmento (2001), "A utilização de saldos orçamentais ajustados do ciclo no Banco de Portugal", *Boletim Económico*, Setembro, Banco de Portugal.

deverá diminuir aproximadamente 0.3 p.p. do PIB, em consequência da redução do número de funcionários, do congelamento das progressões automáticas nas carreiras, da actualização da tabela salarial abaixo da inflação e da diminuição do salário médio por via da aposentação/contratação de pessoal. No mesmo sentido, é ainda de referir a redução do investimento público em rácio do PIB em 0.3 p.p., decorrente, em particular, da sua componente não participada.

4. DESPESA

As actuais estimativas apontam para um crescimento da economia portuguesa de 1.2 por cento em 2006, o que representa uma aceleração da actividade económica em 0.8 p.p. relativamente ao ano anterior. Não obstante, Portugal registará o mais baixo crescimento entre os 25 países da União Europeia e manterá, pelo quinto ano consecutivo, uma variação do PIB inferior à observada na área do euro (Gráfico 4.1).

A aceleração da actividade económica decorre fundamentalmente da forte expansão das exportações, uma vez que se estima uma estagnação da procura interna. Nestas condições, a expectativa de que as exportações manterão na parte final do ano o comportamento dinâmico evidenciado no primeiro semestre constitui um elemento fulcral das actuais estimativas. A elevada volatilidade do comércio externo⁸ introduz, no entanto, um grau de incerteza significativo.

A actual estimativa para o crescimento do PIB é idêntica à projecção para 2006 apresentada no *Boletim Económico* do Verão. Não obstante verificaram-se revisões significativas, mas de sinal contrário, dos contributos da procura interna e das exportações líquidas para o crescimento do PIB (respectivamente, -0.8 p.p. e + 0.8 p.p. do que o projectado no Verão). Assim, conforme já então evidenciado, mas de forma consideravelmente mais acentuada, as estimativas para 2006 representam uma alteração em relação à composição do crescimento observada nos dois anos anteriores. O contributo da procura externa líquida deverá ser significativamente positivo em 2006, reflectindo, em particular, o forte crescimento das exportações. Em contraste, estima-se que o contributo da procura interna para o crescimento do PIB seja praticamente nulo. A redução do contributo da procura interna em relação aos anos anteriores reflecte a assinalável desaceleração do consumo privado e do consumo público, bem como a redução mais acentuada da FBCF em 2006 (Quadro 4.1).

Apesar do aumento do rendimento disponível, a subida gradual das taxas de juro, o aumento da carga fiscal e a percepção da inevitabilidade de adoptar medidas de natureza estrutural para assegurar a correcção do desequilíbrio das finanças públicas terão contribuído para moderar as despesas de consumo das famílias, num contexto em que a melhoria das condições no mercado de trabalho é ainda incipiente e em que a variação do salário real deverá ser aproximadamente nula. A variação anual do consumo privado deverá reduzir-se de 1.7 por cento em 2005, para 1.1 por cento em 2006, pelo que, ao contrário do verificado nos anos mais recentes, o consumo privado não deverá registar um crescimento superior ao do produto e ao observado na área do euro.

A acentuada redução das restrições de liquidez decorrente da participação na união monetária e do processo de integração financeira da economia portuguesa traduziu-se num crescimento forte do consumo privado e numa redução acentuada da taxa de poupança, em particular na segunda metade da década de 90. Este comportamento reflectiu o ajustamento dos agentes económicos a um nível de consumo mais elevado e a um nível de endividamento superior. Nos últimos anos, o consumo privado tem evidenciado uma forte resistência ao abrandamento, o que em parte esteve associado à maior fa-

(8) As actuais estimativas para 2006 baseiam-se em informação disponibilizada até ao início do mês de Novembro. No caso das estatísticas do comércio externo de mercadorias, tal corresponde à sua evolução em termos reais nos dois primeiros trimestres de 2006 e em termos nominais até Agosto, estando ainda disponível uma primeira estimativa para Setembro disponibilizada no âmbito do SDDS (sobre este procedimento, ver www.bportugal.pt).

Quadro 4.1

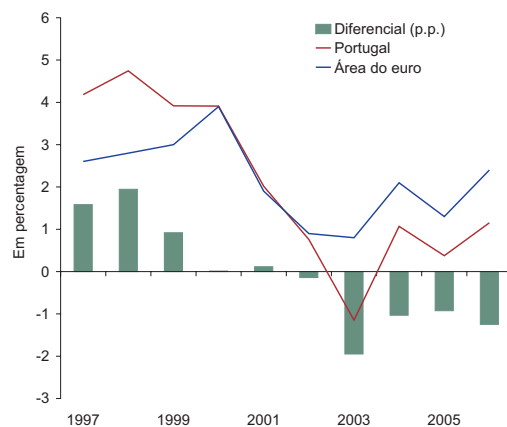
PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA ^(a)					
Taxa de variação real, em percentagem					
	2002	2003	2004	2005	2006
PIB	0.8	-1.1	1.1	0.4	1.2
Consumo privado	1.3	0.0	2.3	1.7	1.1
Consumo público	2.6	0.7	1.8	1.9	-0.2
Investimento	-4.7	-9.8	1.0	-3.5	-2.7
FBCF	-3.5	-10.0	0.0	-2.6	-3.2
Variação de existências ^(b)	-0.4	0.0	0.2	-0.2	0.1
Procura interna	0.1	-2.2	1.9	0.6	0.1
Exportações	1.4	3.7	5.0	1.0	9.0
Importações	-0.7	-0.5	6.9	1.6	4.0
Contributo da procura interna para o PIB ^(b)	0.1	-2.3	2.1	0.7	0.1
Contributo da procura externa líquida para o PIB ^(b)	0.7	1.2	-1.0	-0.3	1.1

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2003 (SEC95). (b) Contribuição para a taxa de variação do PIB em pontos percentuais.

Gráfico 4.1

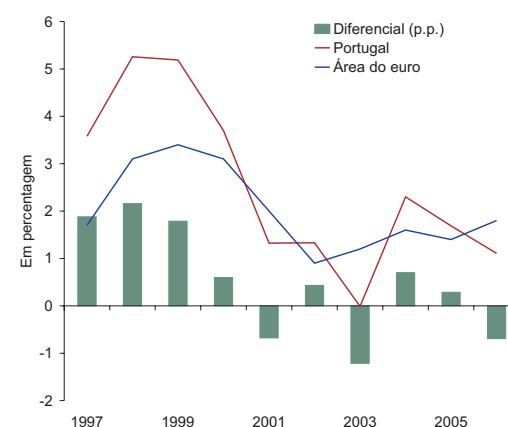
PRODUTO INTERNO BRUTO
Taxa de variação real



Fontes: FMI e Banco de Portugal.

Gráfico 4.2

CONSUMO PRIVADO
Taxa de variação real



Fontes: FMI e Banco de Portugal.

cidade de alisamento do consumo proporcionada pela participação na área do euro e consequente acrescida integração financeira. As condições de financiamento muito favoráveis prevalecentes no mercado de crédito permitiram conter o serviço da dívida, apesar do continuado aumento do endividamento. Desta forma, e ao contrário do verificado com o crescimento do produto, o consumo privado apresentou nos dois últimos anos um ritmo de crescimento superior ao registado no conjunto da área do euro (Gráfico 4.2).

No actual contexto importa perceber qual o impacto que a subida das taxas de juro poderá ter sobre a evolução do consumo privado. Se, por um lado, os efeitos da subida das taxas de juro poderão ser mitigados pelo facto destas permanecerem em níveis historicamente baixos, tanto em termos nominais como reais, por outro lado, o maior nível de endividamento tenderá a aumentar a sensibilidade dos

consumidores relativamente à evolução do custo do crédito. Estes efeitos tenderão a ser particularmente evidentes no caso da economia portuguesa atendendo, não só ao elevado nível de endividamento dos particulares, como ao facto da generalidade das taxas de juro do crédito bancário estar indexada às taxas de juro do mercado monetário. Neste quadro, é de destacar o papel do sistema bancário na determinação do grau de transmissão da subida das taxas de juro do BCE às taxas de juro do crédito e ao serviço da dívida suportado pelas famílias. De facto, a oferta de novos produtos financeiros e novas modalidades contratuais, a par da compressão das margens auferidas pelos bancos no mercado de crédito, tem permitido conter o grau de esforço associado aos compromissos assumidos pelas famílias, pelo que a subida observada das taxas de juro não se terá ainda reflectido num aumento significativo da poupança forçada (ver “Secção 3.1 *Política monetária do BCE e condições monetárias e financeiras da economia portuguesa*”). Importa, no entanto, sublinhar que as condições de solvabilidade que decorrem das restrições orçamentais intertemporais das famílias tenderão a promover uma moderação do crescimento do consumo privado no futuro, um fenómeno que tenderá a manifestar-se de forma gradual, mas por um período superior à mera frequência cíclica.

Apesar da desaceleração do consumo privado em termos anuais, as actuais estimativas para 2006 têm subjacente um perfil intra-anual de aceleração, que se afigura consistente com a recuperação do indicador de confiança dos consumidores na segunda metade do ano. Com efeito, a evolução do consumo privado tende a estar fortemente relacionada com a evolução da confiança dos consumidores, que por sua vez traduz a percepção destes face às condições económicas vigentes e futuras. Neste contexto, é interessante notar que a significativa desaceleração do consumo privado a partir da segunda metade de 2005 ocorreu na sequência da interrupção do perfil ascendente da confiança dos consumidores. Ainda que seja difícil explicar a evolução das expectativas dos agentes económicos devido ao seu carácter fortemente endógeno, a evolução deste indicador foi particularmente desfavorável em Junho de 2005 (à semelhança do já verificado em Maio de 2002) coincidindo com um agravamento da tributação indirecta e um aumento da percepção da magnitude do desequilíbrio das finanças públicas e da correspondente necessidade de concretização de medidas de natureza mais estrutural para assegurar a sua correcção (Gráfico 4.3)⁹.

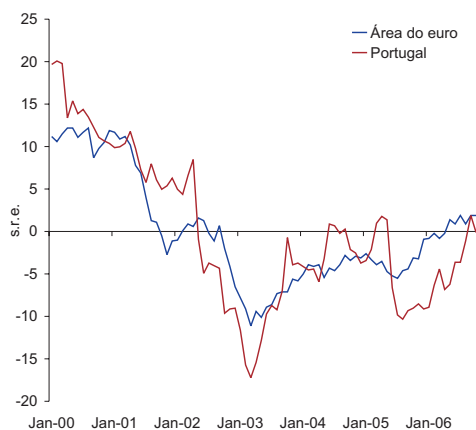
Ainda que consistente com a evolução recente do indicador de confiança dos consumidores, a aceleração do consumo privado na segunda metade de 2006 surge ampliada por efeitos de base relacionados com a evolução do consumo de bens duradouros ao longo do ano anterior, associada ao aumento da taxa normal de IVA em Julho de 2005. Deste modo, apesar da evolução estimada para 2006 apontar para uma variação quase nula do consumo de bens duradouros, a sua evolução intra-anual, considerando variações em termos homólogos, caracterizar-se-á por uma recuperação significativa na segunda metade do ano. Por seu lado, o crescimento do consumo de bens não duradouros deverá registar uma aceleração mais moderada ao longo do ano, invertendo a trajectória de significativo abrandamento verificada no decurso de 2005 e na primeira metade de 2006. Esta evolução é consistente com o perfil do indicador coincidente do consumo privado, o qual tende a avaliar a evolução tendencial do consumo privado e, deste modo, não reflecte as flutuações de muito curto prazo verificadas para o consumo de bens duradouros (Gráfico 4.4).

O consumo público, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, deverá apresentar, pela primeira vez desde meados da década de 90, uma ligeira redução em termos reais em 2006. Esta estimativa assume para o conjunto do ano uma diminuição do número de funcionários públicos, à semelhança do observado no primeiro semestre. De notar que, para além do efeito do controle de novas admissões na função pública, o número de funcionários públicos deverá registar um decréscimo

(9) Em termos de variações mensais, nestes dois meses verificaram-se as duas maiores descidas do indicador de confiança dos consumidores, tomando como referência o período posterior a Junho de 1986 – data a partir da qual o indicador está disponível. Refira-se que estas duas variações mensais são as únicas que não são capturadas pelos intervalos de confiança a 99 por cento gerados por modelos de natureza univariada.

Gráfico 4.3

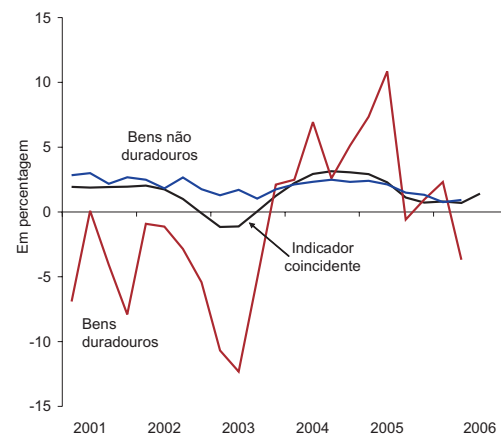
INDICADOR DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES: PORTUGAL E ÁREA DO EURO



Fonte: Comissão Europeia.
Nota: Séries normalizadas pela respectiva média do período considerado.

Gráfico 4.4

INDICADOR COINCIDENTE DO CONSUMO PRIVADO E CONSUMO DE BENS DURADOUROS E NÃO DURADOUROS
Taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

particularmente significativo no sector da educação, dada a diminuição dos professores contratados dos ensinos básico e secundário no ano lectivo de 2005/2006. No que respeita à despesa em bens e serviços, espera-se uma desaceleração face ao verificado em 2005, em particular nas prestações sociais em espécie, em consequência da redução da despesa do Serviço Nacional de Saúde com participações de medicamentos.

A FBCF deverá registar uma diminuição de 3.2 por cento em 2006, elevando para cerca de 18 cento a redução acumulada nos últimos cinco anos. A ausência de uma recuperação do investimento após a recessão de 2003 continua a constituir um factor limitativo para uma recuperação mais forte e sustentável do ritmo de crescimento da actividade económica. A decomposição pelos vários sectores institucionais aponta para uma evolução generalizadamente desfavorável da FBCF, embora as suas causas radiquem em factores de natureza diferente.

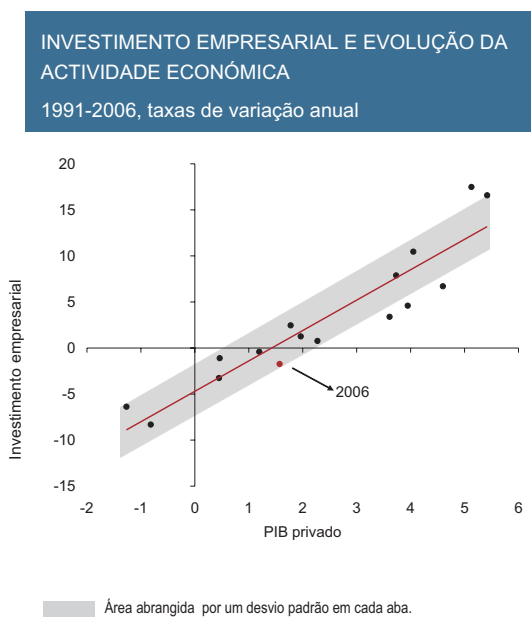
O investimento público, avaliado em termos reais, deverá novamente reduzir-se em 2006, apesar do aumento das transferências da União Europeia no âmbito do III Quadro Comunitário de Apoio. Com efeito, num contexto de necessidade de correcção do desequilíbrio das contas públicas, tem-se observado uma diminuição forte do investimento das administrações públicas, em particular no que respeita à sua componente não participada.

Também o investimento em habitação por parte das famílias voltará a contrair-se em 2006. A redução acumulada deste investimento desde 2000 cifra-se em cerca de 30 por cento. A manutenção de taxas de variação consecutivamente negativas indicia que, para além da evolução dos factores explicativos habituais, o comportamento do investimento em habitação estará a traduzir uma situação de ajustamento face ao seu crescimento muito elevado verificado na segunda metade da década de 90. Com efeito, a redução permanente das taxas de juro neste período, associada à participação na área do euro, estimulou o investimento em construção e conduziu a um ajustamento do *stock* de habitação devido pelas famílias. A tradicionalmente lenta renovação do *stock* de habitação, atendendo à sua baixa taxa de depreciação e ao carácter discreto da decisão de compra, estarão, assim, a condicionar a evolução do investimento ao longo dos últimos anos.

Finalmente, o investimento empresarial deverá registar igualmente uma redução em 2006. A actual estimativa para a evolução do investimento empresarial não se encontra distante da sugerida pela relação simples e meramente ilustrativa apresentada no Gráfico 4.5, a qual realça que esta componente do investimento apresenta uma forte ligação ao crescimento do produto, com taxas de variação positivas a ocorrerem para níveis de crescimento do PIB do sector privado superiores ao estimado para 2006. Adicionalmente, a evidência passada realça que o investimento empresarial tende a evoluir com algum atraso face ao comportamento das exportações, quando os sinais de aceleração económica se transmitem ao consumo privado (ver “Caixa 1 *Investimento empresarial e exportações*”). A relação entre as perspectivas de crescimento da procura e as decisões de investimento é evidenciada pelos resultados do Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE, segundo o qual a deterioração das perspectivas de vendas continua a ser apontada como o principal factor limitativo ao investimento (Gráfico 4.6).

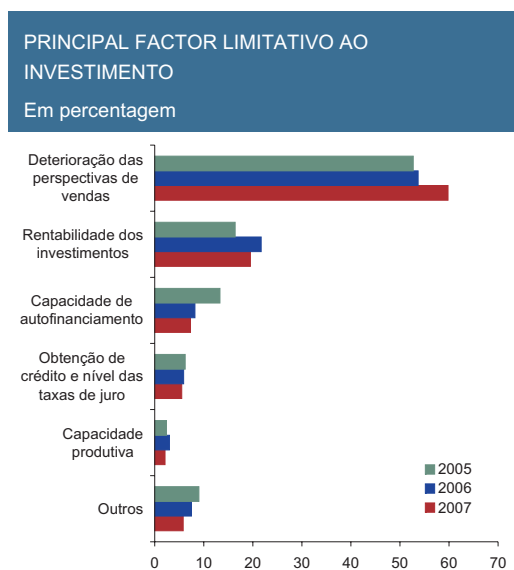
Além dos efeitos relacionados com a ainda incipiente recuperação da actividade económica, as decisões de investimento das empresas estarão a ser condicionadas pela incerteza quanto ao impacto de algumas medidas de carácter estrutural, designadamente no que se refere ao processo de consolidação orçamental, bem como quanto aos efeitos relacionados com a crescente concorrência internacional por parte de alguns países com custos unitários de produção muito baixos. Com efeito, num contexto em que a abertura dos mercados internacionais exige importantes reafecções sectoriais na economia, factores como a previsibilidade do sistema fiscal e o grau de flexibilidade dos mercados de produto e de trabalho assumem uma particular relevância nas decisões de investimento por parte das empresas. Neste quadro, e não obstante as condições de financiamento terem permanecido favoráveis, as empresas estarão a optar por adiar decisões quanto à realização de novos investimentos. Os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito revelam que os empréstimos contraídos pelas empresas durante os primeiros três trimestres de 2006 continuaram a ser essencialmente canalizados para a reestruturação de dívida e para o financiamento de fusões e aquisições e de actividades correntes. Por seu turno, o financiamento de investimento voltou a ser apontado pelos bancos inquiridos como concorrendo para uma redução da procura de crédito (Gráfico 4.7).

Gráfico 4.5



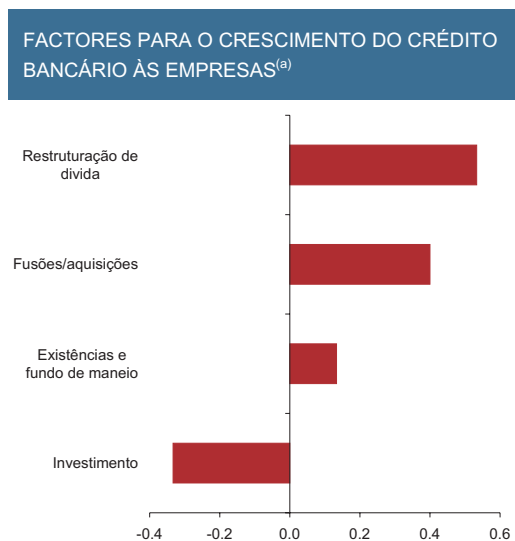
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.6



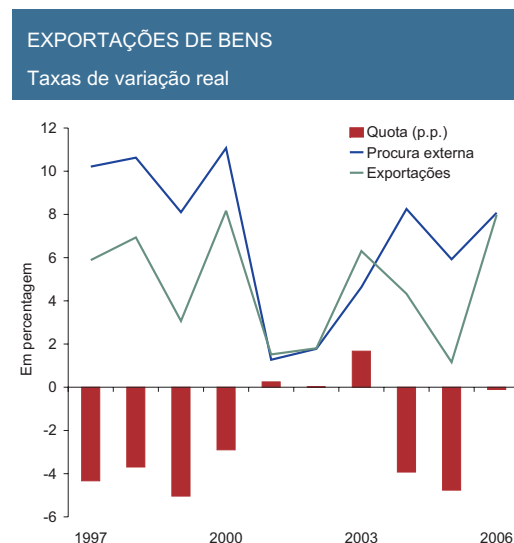
Fonte: INE (Inquérito de Conjuntura ao Investimento).

Gráfico 4.7



Fonte: Banco de Portugal (Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito – Abril, Julho e Outubro).
 Nota: (a) Saldos de respostas ponderadas expressos em desvios face à situação neutral (valor neutro=3).

Gráfico 4.8



Fontes: Comissão Europeia, Instituto de Estatística do Reino Unido e INE.
 Nota: Procura externa calculada com base no crescimento ponderado das importações de 17 importantes mercados de destino das exportações portuguesas de mercadorias.

As exportações têm sido a componente da procura global com maior dinamismo, estimando-se que venham a registar um crescimento próximo do observado para a procura externa, o que contrasta com a evolução particularmente desfavorável verificada nos últimos dois anos (Gráfico 4.8). A forte aceleração das exportações verifica-se quer para os bens quer para os serviços, sendo de destacar neste último caso não apenas o maior crescimento das exportações de turismo, mas também de outros serviços, tais como os relacionados com transportes, com a actividade do sector da construção e com a prestação de serviços técnico-profissionais.

Como referido anteriormente, a expectativa de que o comportamento dinâmico das exportações prosseguirá na parte final do ano constitui um elemento fulcral das actuais estimativas, introduzindo um elevado nível de incerteza. Esta incerteza está relacionada com a volatilidade do comércio externo, bem como com o comportamento das exportações em alguns sectores e mercados geográficos específicos.

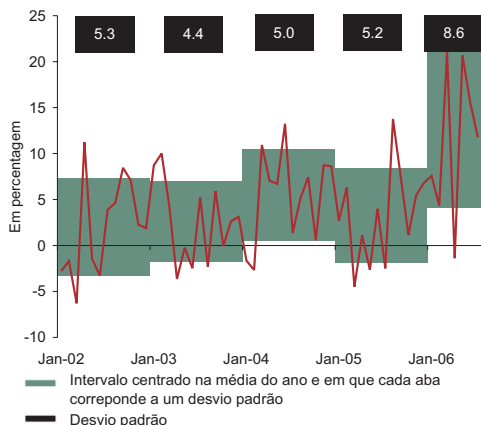
Em primeiro lugar, o comportamento das exportações de mercadorias tem-se revelado particularmente volátil em 2006 (Gráfico 4.9). O desvio padrão calculado sobre as taxas de variação homóloga mensais até ao mês de Agosto é substancialmente superior aos valores observados nos quatro anos anteriores. No mesmo sentido, a variabilidade dos preços de exportação tem também aumentado, tanto em termos temporais como entre os diversos sectores (Gráfico 4.10), dificultando as projecções para a evolução dos preços. Esta variabilidade está relacionada com o aumento do preço internacional das matérias-primas, com particular destaque o petróleo, num contexto em que alguns sectores de bens intermédios ganharam importância na estrutura das exportações nacionais.

Em segundo lugar, a aceleração das exportações terá sido significativamente influenciada pelo comportamento de alguns sectores específicos, cujos impactos poderão não ser directamente extrapoláveis para o futuro. Em particular, desde a segunda metade de 2005, e num contexto de falta de capacidade de refinação à escala mundial, verificou-se um significativo aumento das exportações de produtos petrolíferos (o seu crescimento em volume nos primeiros seis meses do ano situou-se em cerca de 45 por cento). Adicionalmente, iniciou-se em 2006 a produção de um novo modelo automóvel numa importante empresa do sector, o que terá permitido inverter as quedas de produção verifica-

Gráfico 4.9

EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE MERCADORIAS

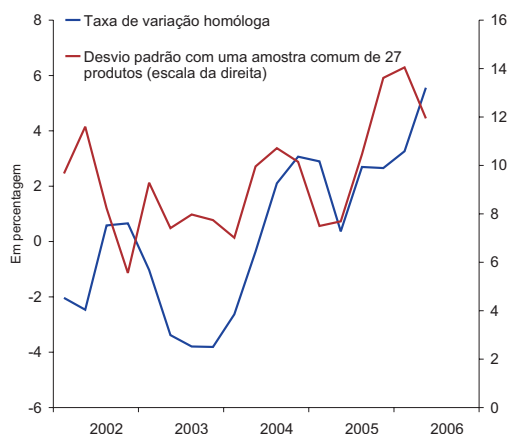
Taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: Para 2006, informação até Julho.

Gráfico 4.10

PREÇOS DAS EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS



Fontes: INE e Banco de Portugal.

das anteriormente. Por último, verificou-se a partir do segundo trimestre de 2006 um aumento das exportações de alguns minérios, que deverá estar associado à subida dos preços internacionais destas matérias-primas. No seu conjunto, estima-se que estes três sectores tenham contribuído em aproximadamente 3.9 p.p. para o crescimento nominal de 12.5 por cento das exportações de mercadorias observado nos primeiros oito meses do ano, o que, comparando com o seu contributo no ano passado, representa cerca de 30 por cento da aceleração das exportações de mercadorias entre 2005 e os primeiros oito meses de 2006. De qualquer forma, apesar da influência destes sectores, a eliminação das variações extremas das exportações através do cálculo de uma medida tendencial como a média aparada confirma claramente uma trajectória de recuperação generalizada das exportações nos primeiros oito meses de 2006, com crescimentos particularmente fortes dos bens intermédios e dos bens de equipamento (Gráfico 4.11 e Quadro 4.2).

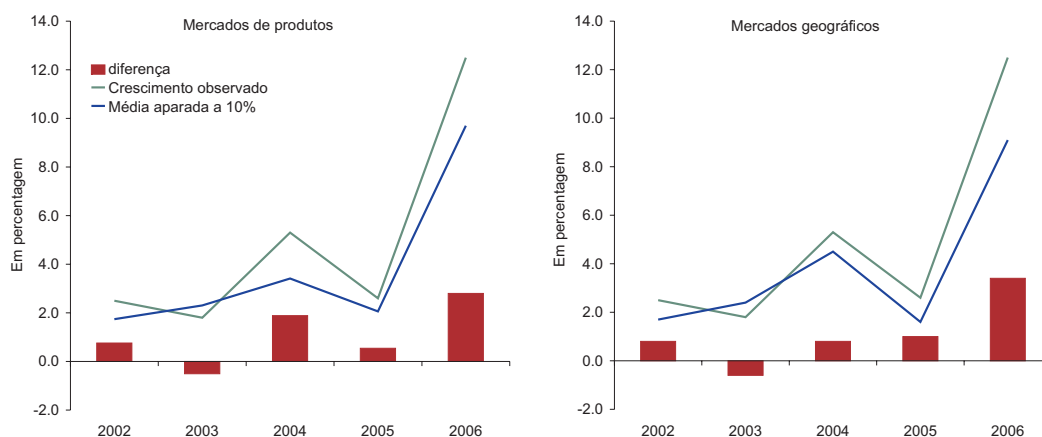
Finalmente, em terceiro lugar, o comportamento dinâmico das exportações assentou na aceleração das vendas para os mercados de destino tradicionais. Em particular, as exportações para o mercado espanhol acentuaram o seu contributo positivo; as vendas para o mercado alemão registaram uma recuperação assinalável, que contrasta com a evolução particularmente desfavorável evidenciada nos últimos anos; e as exportações para o mercado norte-americano evidenciaram uma forte aceleração. No entanto, o comportamento das exportações beneficiou igualmente de um forte crescimento das vendas para mercados menos habituais. De acordo com a informação do comércio externo disponível até ao mês de Agosto, verificou-se um significativo crescimento das exportações para destinos como Angola, Singapura, México e Brasil. No seu conjunto, nos primeiros oito meses do ano, estes mercados tiveram um contributo de cerca de 2.8 p.p. para o crescimento em termos homólogos das exportações nominais de mercadorias de 12.5 por cento. De entre estes países, destacam-se as vendas para Angola, cujo crescimento nominal em termos homólogos no período Janeiro-Agosto foi cerca de 55 por cento, após o já elevado crescimento verificado em 2005 (Gráfico 4.11 e Quadro 4.3).

É difícil perspectivar em que medida a evolução favorável das exportações corresponde no essencial a um fenómeno sustentável, ou se reflectirá predominantemente um comportamento de natureza meramente temporária. Em particular, continuou a observar-se em 2006 um aumento dos custos relativos na economia portuguesa. No entanto, importa sublinhar as dificuldades de interpretação dos

Gráfico 4.11

EVOLUÇÃO DAS EXPORTAÇÕES NOMINAIS EXCLUINDO AS COMPONENTES COM VARIAÇÕES MAIS EXTREMAS

Taxas de variação homóloga



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Para 2006, informação até Agosto. A média aparada corresponde a evolução das exportações excluindo as componentes com variações mais extremas, correspondentes a 5 por cento do total das exportações em cada uma das abas da distribuição.

habituais indicadores competitividade, nomeadamente no quadro da crescente integração da economia mundial e da reestruturação produtiva em curso na economia portuguesa. O nível muito reduzido dos custos unitários de produção nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, o facto de estas concorrerem com as exportações portuguesas sobretudo em terceiros mercados e a importância de tomar em consideração o respectivo padrão de especialização são aspectos que não são fáceis de captar pelos habituais indicadores de competitividade-preço. Adicionalmente, o indicador de procura externa tipicamente utilizado baseia-se numa estrutura fixa constituída pelos principais mercados de destino, o que no actual contexto de diversificação tende a distorcer a análise das quotas de mercado. Este aspecto é ilustrado no Gráfico 4.12, que evidencia uma diminuição do peso dos 17 mercados habitualmente considerados para o cálculo da procura externa relevante para a economia portuguesa. Esta diminuição, que já vinha sendo observada ao longo dos últimos anos, reforçou-se em 2005 e nos primeiros oito meses de 2006.

Como referido, a actual estimativa para 2006 baseia-se na expectativa de que as exportações mantenham um crescimento forte na parte final do ano. Esta projecção é corroborada pela informação de natureza nominal já disponível para o terceiro trimestre. No período Julho-Agosto, as exportações nominais de mercadorias terão registado um crescimento homólogo de 15.8 por cento, face a 11.2 e 11.7 por cento no primeiro e no segundo trimestres, respectivamente. A primeira estimativa disponibilizada para Setembro no âmbito do *Special Data Dissemination System (SDDS)*¹⁰ aponta para um ritmo de crescimento nominal das exportações de 6.5 por cento. Adicionalmente, a utilização dos inquéritos qualitativos à indústria transformadora, ainda que sujeita a um elevado grau de incerteza, parece apontar para uma desaceleração do ritmo de crescimento das exportações de mercadorias no quarto trimestre (ver “Caixa 2 Inquéritos qualitativos como indicador avançado das exportações nominais de mercadorias”).

O perfil intra-anual da estimativa de crescimento das exportações de bens e serviços incorpora uma desaceleração das exportações de turismo relativamente ao segundo trimestre, embora mantendo taxas de crescimento elevadas. Este perfil é justificado pelo facto da taxa de variação homóloga do se-

(10) Para pormenores sobre este procedimento, ver www.bportugal.pt

Quadro 4.2

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE MERCADORIAS POR GRUPOS DE PRODUTOS					
Taxas de variação nominal, em percentagem ^(a)					
	Pesos 2005	2003	2004	2005	2006 (Jan-Ago)
Total	100.0	2.5	5.3	2.8	12.5
Agrícolas	3.8	-1.4	15.3	10.2	7.9
Alimentares	4.2	4.8	1.6	4.6	9.8
Combustíveis minerais	4.3	27.3	24.9	52.9	72.6
Químicos	5.2	8.0	12.1	16.3	15.6
Plásticos, borracha	5.2	14.6	16.7	11.7	13.8
Peles, couros	0.3	-20.1	-5.4	1.6	24.8
Madeira, cortiça	4.5	0.5	3.2	-1.4	5.1
Pastas celulósicas, papel	4.6	4.9	-2.7	4.5	12.4
Matérias têxteis	5.1	-19.3	-3.3	-1.0	3.1
Vestuário	8.3	1.1	-5.4	-9.8	-2.0
Calçado	4.2	-9.7	-6.2	-4.9	-1.8
Minerais, minérios	5.0	4.0	19.5	7.1	19.5
Metais comuns	7.4	6.1	27.7	10.8	27.7
Máquinas, aparelhos	18.7	2.6	1.5	1.4	16.1
Veículos, outro material de transporte	14.0	4.9	5.8	-5.8	1.9
Óptica e precisão	0.9	12.9	-5.5	-11.7	9.2
Outros produtos	4.2	22.0	10.4	3.7	7.9
<i>Por memória (classificação por grandes categorias económicas)</i>					
Bens de consumo ^(b)	35.9	-1.4	0.7	-1.0	3.3
Bens de equipamento ^(b)	26.4	9.3	3.0	-2.5	11.9
Combustíveis	3.9	31.3	22.4	58.8	77.3
Bens intermédios	32.6	0.5	12.8	4.4	16.7

Fontes: INE (Estatísticas de Comércio Internacional) e Banco de Portugal.

Notas: (a) A partir de 2005 as taxas de variação apresentadas são calculadas com base na nova metodologia, divulgada pelo INE em Setembro de 2005 (as exportações passaram a incluir estimativas de não resposta e de valores abaixo do limiar de declaração). (b) A classificação por grandes categorias económicas apresentada neste quadro difere da utilizada pelo INE na medida em que os automóveis de passageiros estão incluídos nos bens de consumo e não nos bens de equipamento.

Quadro 4.3

	Taxas de variação homóloga (%) ^(a)			Contributo para o crescimento das exportações (p.p.)		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
	(Jan-Ago)			(Jan-Ago)		
Total	5.3	2.8	12.5			
<i>10 mercados com maior contributo para a evolução das exportações em 2006</i>						
Espanha	12.8	7.5	13.7	3.0	1.9	3.7
Alemanha	-4.8	-6.3	16.6	-0.7	-0.8	2.0
EUA	9.2	-5.6	32.5	0.5	-0.3	1.7
Angola	3.0	19.3	56.4	0.1	0.4	1.3
Singapura	5.2	56.8	78.1	0.0	0.5	0.9
Itália	-4.0	4.0	10.0	-0.2	0.2	0.4
P.Baixos	13.0	2.2	7.2	0.5	0.1	0.3
México	21.5	21.8	99.2	0.0	0.1	0.3
Brasil	19.7	14.9	51.5	0.1	0.1	0.3
Suécia	-10.4	7.7	14.2	-0.1	0.1	0.2
<i>Por memória: mercados com menor contributo para a evolução das exportações em 2006</i>						
Bélgica	-0.2	-8.0	-5.4	0.0	-0.3	-0.2
R.Unido	-2.9	-6.2	-5.8	-0.3	-0.6	-0.5

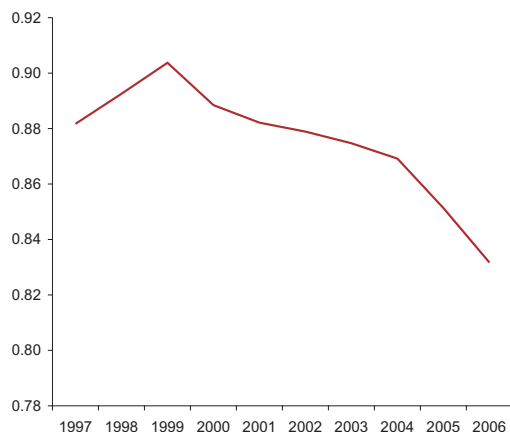
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A partir 2005 e 2006, as taxas de variação apresentadas são calculadas com base na nova metodologia, divulgada pelo INE em Setembro de 2005 (as exportações passaram a incluir estimativas de não resposta e de valores abaixo do limiar de declaração).

Gráfico 4.12

**PESO DOS 17 MERCADOS DE EXPORTAÇÃO
UTILIZADOS NO CÁLCULO DA PROCURA
EXTERNA**

Em percentagem do total das exportações de mercadorias



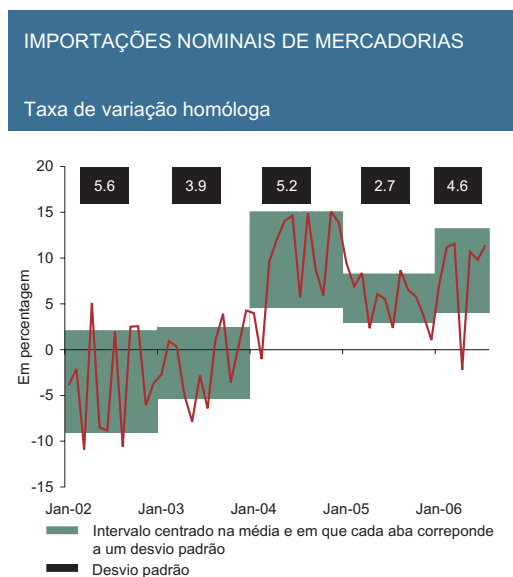
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Para 2006, informação até Agosto.

gundo trimestre estar influenciada pela ocorrência da Páscoa em Abril, quando em 2005 havia tido lugar em Março.

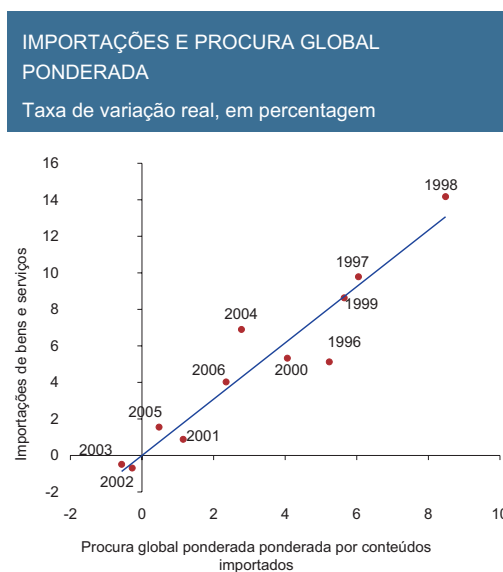
Apesar da manutenção de uma forte dinâmica das exportações, o contributo das exportações líquidas para a taxa de variação homóloga do PIB na segunda metade do ano deverá reduzir-se, devido à projectada aceleração das importações. O aumento do ritmo de crescimento das importações, já evidenciado pela informação preliminar em termos nominais disponível para o terceiro trimestre, estará relacionado com a aceleração projectada para a procura interna e com a reposição de *stocks*, os quais, no segundo trimestre e num contexto de uma evolução muito moderada das importações, terão atingido valores muito reduzidos. Desta forma, e não obstante o elevado grau de incerteza devido à volatilidade revelada pelas importações ao longo dos primeiros oito meses de 2006, perspectiva-se que a evolução das importações em 2006 permaneça consistente com a relação empírica observada entre esta variável e a procura global ponderada por conteúdos importados (Gráficos 4.13 e 4.14).

Gráfico 4.13



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: Para 2006, informação até Agosto.

Gráfico 4.14



Fontes: INE e Banco de Portugal.

5. EMPREGO E SALÁRIOS

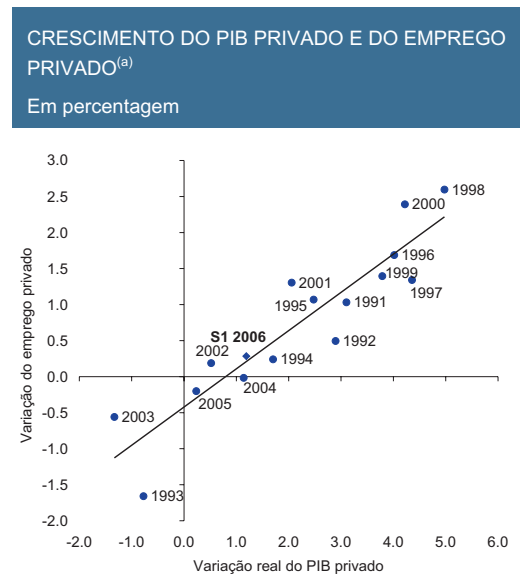
Os dados do Inquérito ao Emprego do INE apontam para alguma melhoria da situação no mercado de trabalho na primeira metade do ano, consubstanciada numa variação positiva do emprego e na quase estabilização da taxa de desemprego face ao registado no período homólogo de 2005. Não obstante, o desemprego de longa duração continuou a aumentar de forma significativa.

A variação do emprego no conjunto da economia foi, de acordo com o INE, de 0.8 por cento em termos homólogos no primeiro semestre de 2006, após a estagnação observada no conjunto do ano anterior. Uma análise desagregada dos dados revela que o aumento do emprego total surge muito influenciado pelo crescimento do emprego no sector “administração pública, defesa e segurança social obrigatória”, evolução que, por sua vez, parece pouco consistente com a informação obtida a partir de outras fontes, incluindo o comportamento das despesas com o pessoal nas administrações públicas (ver “Secção 3.2 Política orçamental”).

A estimativa para o crescimento do emprego no sector privado a partir dos dados do Inquérito ao Emprego revela que este terá registado uma ligeira recuperação, consistente com a evolução da posição cíclica da economia portuguesa (Gráfico 5.1). Com efeito, o emprego no sector privado terá crescido cerca de 0.2 por cento em termos homólogos no primeiro semestre de 2006, o que contrasta com a redução de 0.3 por cento observada no conjunto do ano anterior (Quadro 5.1)¹¹. Esta evolução resultou de um crescimento do emprego por conta de outrem, uma vez que o número de trabalhadores por conta própria continuou a apresentar uma diminuição face ao período homólogo. Em termos sectoriais, a redução do emprego na indústria transformadora tornou-se menos acentuada e manteve-se o reforço do peso do sector terciário no emprego privado.

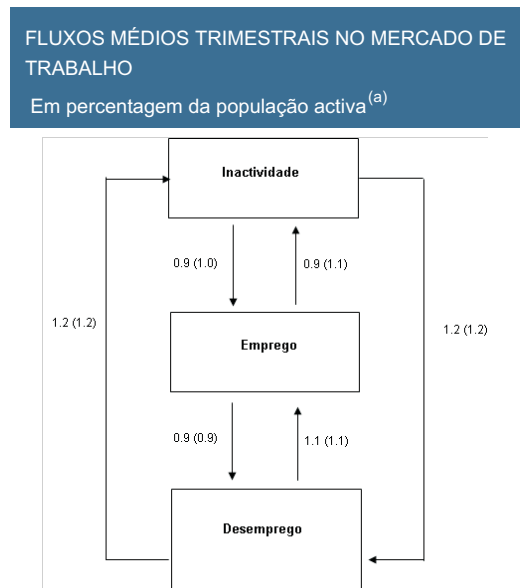
(11) O emprego no sector privado é definido de forma abrangente como o conjunto da economia excluindo o sector CAE 75 - administração pública, defesa e segurança social obrigatória. Esta medida sobrestima o nível de emprego no sector privado, uma vez que incorpora os sectores da saúde e da educação que incluem emprego público e privado. Uma definição restritiva de emprego privado resultante de excluir igualmente os sectores da saúde e da educação daria origem a uma taxa de crescimento nula no primeiro semestre de 2006 (-0.9 por cento no conjunto do ano anterior).

Gráfico 5.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (a) O emprego privado é definido como o emprego total excluindo o emprego das administrações públicas e o PIB privado como o PIB total subtraído das remunerações e consumo de capital fixo das administrações públicas. As séries do emprego e do PIB privado não incluem os hospitais públicos empresarializados.

Gráfico 5.2



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: (a) Considerando a componente comum da amostra do trimestre t e do trimestre t-1, e utilizando os ponderadores populacionais do trimestre t. Valores médios relativos aos primeiros dois trimestres de 2005 e 2006. Valores do primeiro semestre de 2005 entre parêntesis.

Quadro 5.1

EMPREGO E DESEMPREGO

	Ano			Primeiro Semestre		
	2003	2004	2005	2004	2005	2006
Taxa de actividade 15-64 anos (em % da população)	72.8	72.9	73.4	72.7	73.2	73.7
Emprego total (t.v.h.)	-0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.8
Emprego do sector privado (t.v.h.) ^(a)	-0.3	0.1	-0.3	0.1	-0.2	0.2
Taxa de desemprego total (em % da população activa)	6.3	6.7	7.6	6.4	7.4	7.5
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) ^(b)	37.7	46.2	49.9	45.1	50.2	53.3

Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).
Notas: (a) O emprego no sector privado é definido de forma abrangente como o conjunto da economia excluindo o sector CAE 75 - administração pública, defesa e segurança social obrigatória. (b) Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses.

Na primeira metade de 2006, a taxa de desemprego situou-se em 7.5 por cento, um nível próximo do observado no primeiro semestre de 2005 e no conjunto do ano anterior. Segundo o Inquérito ao Emprego do INE, o número de desempregados aumentou 2.9 por cento em termos homólogos neste período, um crescimento muito inferior ao verificado nos semestres anteriores. A estabilização da taxa de desemprego num período de reduzido crescimento da actividade económica pode ser parcialmente explicada pela forte desaceleração do produto potencial em Portugal ao longo dos últimos anos¹². O desemprego de longa duração continuou a aumentar na primeira metade de 2006, representando já mais de 53 por cento do total de desempregados. O agravamento da duração média do desemprego é consistente com o fraco crescimento da actividade. A depreciação/desadequação das competências

(12) Dada a diminuição significativa do crescimento do PIB tendencial da economia portuguesa nos últimos anos, será de esperar que – para uma mesma NAIRU – o ritmo de crescimento necessário para assegurar uma estabilização do desemprego tenha igualmente diminuído no passado recente. Para evidência sobre a evolução do produto potencial na economia portuguesa, ver Almeida, V. e Félix, R. (2006), “Estimação do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa”, neste *Boletim Económico*.

profissionais dos desempregados face às novas ofertas de emprego, particularmente relevante no contexto da reestruturação produtiva em curso na economia portuguesa, bem como a elevada duração potencial das prestações do subsídio de desemprego estarão igualmente a contribuir para a manutenção do significativo nível do desemprego de longa duração¹³.

A análise das transições trimestrais entre os diferentes estados do mercado de trabalho revela que, no primeiro semestre de 2006, se manteve a tendência de redução dos fluxos brutos entre emprego e inactividade (Gráfico 5.2). Por um lado, a diminuição dos movimentos do emprego para a inactividade estará, em larga medida, associada a uma menor intensidade das passagens para situações de reforma antecipada. Por outro lado, as transições entre inactividade e emprego continuaram também a diminuir na primeira metade do ano, condicionadas pelo ainda reduzido dinamismo da actividade. Os fluxos entre emprego e desemprego apresentaram valores similares aos do semestre homólogo. As passagens de emprego para desemprego encontram-se repartidas pelos diversos tipos de contrato de trabalho, enquanto a criação de emprego continua centrada nos contratos com termo.

Em 2006, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal, as remunerações médias por trabalhador no conjunto da economia deverão apresentar uma desaceleração face ao ano anterior, aumentando cerca de 3 por cento (3.4 por cento em 2005). Este comportamento está associado ao menor crescimento salarial no sector público, uma vez que as remunerações por trabalhador no sector privado deverão registar um aumento próximo do observado no ano anterior.

6. PREÇOS

A taxa de inflação média anual, medida pelo IHPC, deverá situar-se em 3.0 por cento em 2006, registando uma subida de 0.9 p.p. em relação a 2005. O aumento da inflação reflecte a aceleração dos preços dos bens, já que a variação dos preços dos serviços deverá ser próxima da observada em 2005. Tomando como referência o valor médio do intervalo de projecção elaborado pelo BCE e divulgado no respectivo *Boletim Mensal de Setembro*, o diferencial de inflação face à área do euro situar-se-á em 0.6 p.p, depois de um valor virtualmente nulo observado em 2005 (Gráfico 6.1).

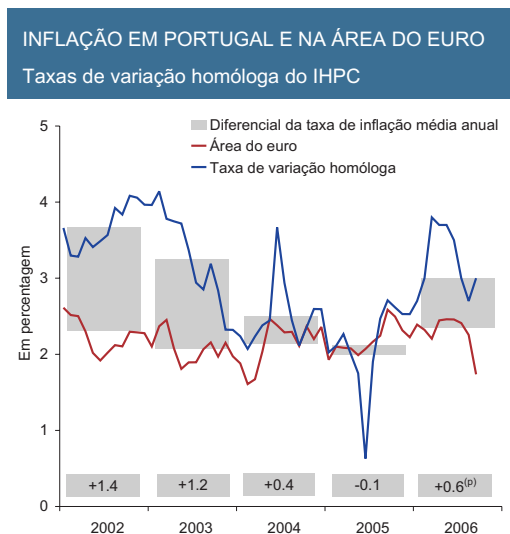
Em comparação com a projecção divulgada no *Boletim Económico do Verão*, a actual estimativa para 2006 representa uma revisão em alta de 0.4 p.p., a qual está intimamente relacionada com a revisão das séries do IHPC e do IPC efectuada pelo INE em Outubro, aquando da divulgação dos resultados referentes a Setembro¹⁴. Relativamente à série anterior, a revisão operada desde Janeiro de 2006 implicou uma revisão em alta da taxa de variação homóloga do IHPC de 0.6 p.p. para o conjunto dos oito primeiros meses do ano.

A subida da taxa de inflação está relacionada com os efeitos de medidas de carácter fiscal, nomeadamente o aumento da taxa normal de IVA em Julho de 2005 e a subida do imposto sobre o tabaco no início de 2006, bem como com a aceleração dos preços de importação excluindo bens energéticos. O aumento significativo dos preços de alguns produtos alimentares não transformados, os quais continuam a ser caracterizados por uma elevada volatilidade, tem também contribuído para a aceleração dos preços no consumidor em 2006.

(13) Ver Pereira, A. (2006), "Avaliação do impacto das alterações ao sistema social de apoio do desemprego", *Boletim Económico*, Primavera, Banco de Portugal.

(14) Esta revisão deveu-se a uma reavaliação das alterações metodológicas introduzidas em Janeiro de 2006 no que diz respeito à recolha da informação dos preços de alguns produtos da classe Vestuário e Calçado durante o período de saldos e promoções e de entrada de novas colecções. De acordo com o INE, a necessidade de informação real que permitisse a comparação dos dois métodos determinou que essa revisão fosse apenas possível com o índice referente a Setembro de 2006.

Gráfico 6.1



Fontes: BCE, Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: (p) projecção.

Deste modo, o aumento da taxa de inflação em 2006 esteve associado à evolução dos preços dos bens, os quais são mais influenciados tanto por alterações de impostos indirectos¹⁵ como pela evolução dos preços internacionais devido ao seu maior conteúdo transaccionável. Num contexto de estabilidade de crescimento dos custos salariais – embora a um nível superior ao observado para os restantes países da área do euro –, o crescimento dos preços dos serviços manteve-se em termos médios relativamente estável em relação ao ano anterior (Quadro 6.1). A variação média dos preços dos serviços cifrou-se em 2.7 por cento em Setembro (2.5 por cento em 2005), sendo de sublinhar o perfil descendente evidenciado pelas taxas de variação homóloga ao longo de 2006.

A aceleração dos preços dos bens em 2006 foi notória em todas as componentes deste agregado, com excepção dos bens energéticos. Entre Dezembro de 2005 e Setembro de 2006, o crescimento médio dos preços dos bens alimentares registou um aumento de 2.8 p.p. No caso dos bens alimentares processados essa subida foi influenciada pela significativo aumento do preço do tabaco no início do ano. Os bens industriais não energéticos registaram uma aceleração menos acentuada, com o respectivo crescimento médio dos preços a situar-se em 1.4 por cento em Setembro (1.0 por cento em 2005). A análise das taxas de variação homóloga para todas estas componentes evidencia que a aceleração de preços ocorreu essencialmente ao longo da primeira metade de 2006¹⁶.

Os preços dos bens energéticos deverão registar em 2006 um crescimento elevado mas semelhante ao verificado em 2005, reflectindo a evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais. Assim, ainda que contribuindo para o nível da taxa de inflação em 2006, os efeitos directos associados ao aumento do preço do petróleo não terão contribuído para a aceleração dos preços no consumidor em 2006. De referir, no entanto, que se terão verificado algumas pressões sobre os preços indirectamente relacionadas com a subida do preço do petróleo ao longo dos últimos anos. Com efeito, como a energia é frequentemente utilizada como bem intermédio na produção de outros bens ou serviços (por exemplo, os transportes), o aumento do seu preço tende a gerar aumentos desfasados

(15) No caso do IVA, este resultado decorre da estrutura por taxas deste imposto. Adicionalmente, outros impostos indirectos, como os impostos específicos sobre o consumo (por exemplo o imposto sobre o tabaco ou sobre bebidas alcoólicas) incidem sobre bens e não sobre serviços.

(16) Uma das alterações metodológicas introduzidas pelo INE no início de 2006 prendeu-se com a recolha mensal dos preços sujeitos a saldos e promoções, em vez do anterior método baseado numa média móvel de três meses de observações de preços. Esta alteração implica um aumento da volatilidade das taxas de variação homóloga ao longo de 2006 tanto dos bens industriais não energéticos como do índice agregado, dificultando, deste modo, a análise dos respectivos perfis intra-aneais.

Quadro 6.1

IHPC – PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS

Taxas de variação média e homóloga, em percentagem

	Pesos	Taxas de variação média anual				Taxas de variação homóloga mensal			
		2003	2004	2005	2006	2005		2006	
					Set.	Dez.	Mar.	Jun.	Set.
Total	100.0	3.3	2.5	2.1	3.1	2.5	3.8	3.5	3.0
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	80.2	3.3	2.6	1.7	2.3	2.0	3.4	2.5	2.7
Agregados									
Bens	61.8	2.4	1.6	1.9	3.2	2.4	4.4	4.0	3.3
Alimentares	21.4	2.6	1.4	0.1	2.9	1.8	2.4	4.6	4.0
Não Transformados	10.7	2.1	0.0	-0.5	2.0	1.2	0.4	4.6	4.2
Transformados	10.6	3.1	2.8	0.8	3.8	2.5	4.4	4.6	3.7
Industriais	40.4	2.4	1.8	2.8	3.4	2.6	5.4	3.7	2.9
Não Energéticos	31.4	1.8	0.8	1.0	1.4	0.9	3.7	1.5	2.8
Energéticos	9.1	4.9	5.4	10.0	10.6	9.3	11.7	11.6	3.1
Serviços	38.2	4.6	3.9	2.5	2.7	2.9	2.9	2.7	2.4
Por memória:									
IPC	-	3.3	2.4	2.3	3.1	2.6	3.9	3.7	3.0

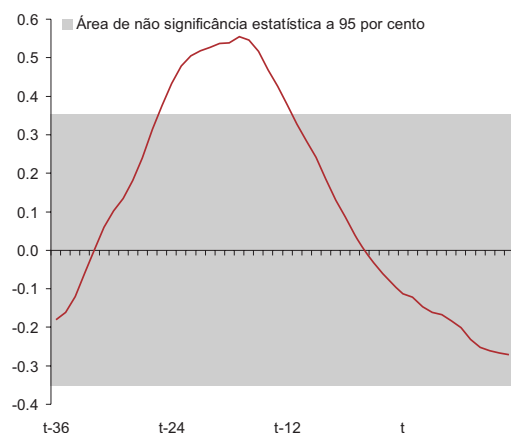
Fontes: INE e Banco de Portugal.

dos restantes preços no consumo. Este fenómeno parece ser corroborado pela evidência empírica disponível para a economia portuguesa, a qual revela uma correlação estatisticamente significativa entre a evolução passada dos preços dos bens energéticos e alimentares não processados e a evolução contemporânea do IHPC excluindo estes dois tipos de bens – medida habitualmente designada como inflação subjacente (Gráfico 6.2)¹⁷.

Gráfico 6.2

COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO ENTRE OS PREÇOS DOS BENS ENERGÉTICOS E ALIMENTARES NÃO PROCESSADOS E O IHPC EXCLUINDO ESTAS DUAS COMPONENTES

Valores mensais em taxas de variação homóloga



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

(17) Para mais detalhes, ver Marques, C. R., Neves, P. D., Sarmento, L. M. (1999), "Avaliação de indicadores de tendência da inflação", *Boletim Económico*, Dezembro, Banco de Portugal.

7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

7.1. Necessidades de financiamento em 2006

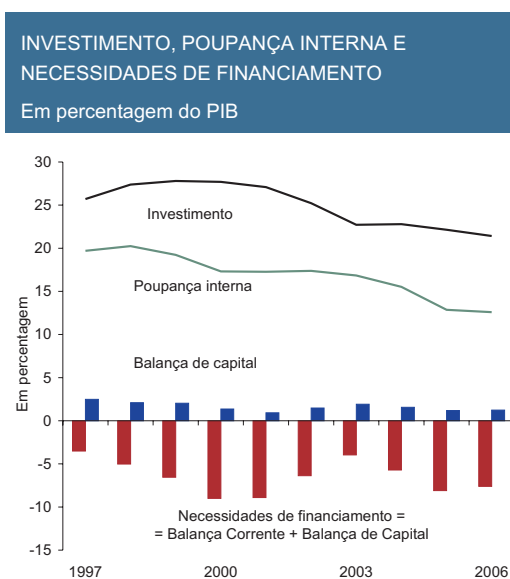
As actuais estimativas apontam para uma interrupção da trajectória de agravamento das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa em 2006. O défice conjunto das balanças corrente e de capital deverá ascender a 7.6 por cento do PIB, o que representa uma diminuição de 0.5 p.p face ao observado em 2005. Esta evolução do desequilíbrio externo traduz a continuada redução da taxa de investimento da economia e a estabilização da poupança interna, após a descida verificada nos últimos anos (Gráfico 7.1). O valor agora estimado para o défice conjunto das balanças corrente e de capital representa uma alteração significativa face às projecções divulgadas no *Boletim Económico do Verão*, as quais apontavam para um aumento das necessidades de financiamento externo para 9.4 por cento do PIB.

A redução do défice externo agora estimada para 2006 decorre de uma diminuição do défice da balança corrente. Esta evolução reflecte a melhoria do saldo da balança de bens e serviços, que deverá exceder o agravamento da balança de rendimentos associado à progressiva deterioração da posição de investimento internacional da economia portuguesa. Em contraste com o observado nos últimos anos, o menor crescimento da procura interna em Portugal face aos principais parceiros comerciais, dada a evolução mais favorável das exportações, deverá permitir em 2006 a redução do défice da balança de bens e serviços (ver “Caixa 3 *Balança de bens e serviços e procura interna relativa entre Portugal e a área do euro*”).

7.2. A balança de pagamentos no primeiro semestre de 2006

Na primeira metade do ano, o défice conjunto das balanças corrente e de capital diminuiu para 8.9 por cento no PIB (9.2 por cento no mesmo período de 2005). Esta evolução reflectiu a melhoria da conta corrente, uma vez que se verificou uma estabilização do saldo da conta de capital (Quadro 7.1).

Gráfico 7.1



Quadro 7.1

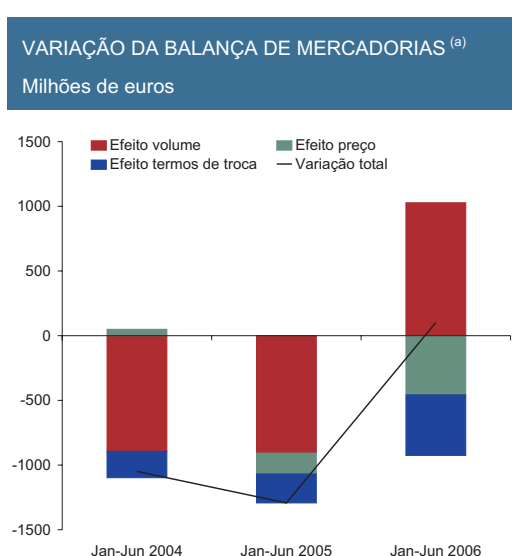
BALANÇA CORRENTE E BALANÇA DE CAPITAL					
Saldos em percentagem do PIB					
	Valores anuais		1º Semestre ^(a)		
	2004	2005	2004	2005	2006
Balança corrente	-7.3	-9.3	-7.0	-10.0	-9.4
Mercadorias	-10.5	-11.4	-9.7	-11.2	-10.6
Serviços	2.9	2.8	2.5	2.0	2.6
<i>dos quais:</i>					
Viagens e turismo	2.9	2.7	2.3	2.0	2.1
Rendimentos	-1.7	-2.1	-1.8	-2.3	-3.1
Transferências correntes	2.0	1.5	2.0	1.5	1.7
<i>das quais:</i>					
Remessas de emigrantes/imigrantes	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
Balança de capital	1.6	1.2	1.3	0.8	0.7
<i>Por memória:</i>					
Balança corrente + balança de capital	-5.7	-8.1	-5.7	-9.2	-8.9

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Para o cálculo dos rácios das diversas componentes da Balança de Pagamentos em percentagem do PIB nos primeiros semestres utilizaram-se estimativas semestrais do PIB nominal, calculadas pelo Banco de Portugal.

O saldo da conta corrente assentou na redução do défice da balança de bens e serviços. Em contraste com o verificado nos dois anos anteriores, a forte aceleração das exportações de mercadorias e a evolução muito moderada das importações num contexto de redução da procura interna traduziram-se num efeito-volume favorável, que mais do que compensou a nova perda de termos de troca associada à evolução do preço internacional do petróleo (Gráfico 7.2). Com efeito, de acordo com informação disponibilizada pelo INE, os preços das exportações e importações de mercadorias terão registado no primeiro semestre de 2006 um crescimento homólogo de 4.4 e 6.8 por cento, respectiva-

Gráfico 7.2



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (redução) do saldo da balança de mercadorias. Para uma descrição da metodologia utilizada, ver pp. 179, *Relatório Anual 2003*, Banco de Portugal.

mente. O efeito da subida do preço internacional do petróleo continuou a ser atenuado pela evolução positiva dos termos de troca excluindo produtos energéticos (que terão apresentado um ganho de 1.3 pontos percentuais no primeiro semestre do ano). À semelhança do verificado nos anos anteriores, este ganho reflecte a evolução dos preços de importação que, não obstante a aceleração verificada, mantiveram crescimentos pouco expressivos, e também a subida observada em 2006 de alguns preços de bens intermédios exportados pela economia portuguesa. O saldo da balança corrente beneficiou ainda do aumento do excedente da balança de serviços, reflectindo não só o aumento das exportações líquidas de serviços de turismo mas também de outros serviços, tais como os relacionados com transportes, com a actividade do sector da construção e com a prestação de serviços técnico-profissionais.

O saldo da balança de rendimentos registou uma deterioração assinalável, que deverá reflectir algum aumento do custo de financiamento e, sobretudo, o efeito da continuada acumulação de dívida externa líquida por parte da economia portuguesa. Finalmente, refira-se que, no seu conjunto, as transferências correntes e de capital, tanto públicas como privadas, apresentaram uma assinalável estabilidade em relação aos valores observados no mesmo período do ano passado.

A ligeira redução das necessidades de financiamento da economia portuguesa teve como contrapartida uma menor entrada líquida de fundos. O saldo da balança financeira situou-se em 8.4 por cento do PIB no primeiro semestre de 2006, face a 10.6 por cento do PIB no semestre homólogo (Quadro 7.2).

À semelhança do verificado nos anos anteriores, o sistema bancário residente intermediou em larga medida o financiamento da economia portuguesa. O registo dos fluxos de financiamento do sistema bancário na balança de pagamentos ocorre habitualmente na rubrica “outro investimento” e reflecte depósitos ou empréstimos contraídos junto de instituições bancárias não residentes. Nos últimos anos, a maior parte destes fluxos esteve associada a financiamento dos grupos bancários portugueses sob a forma de obrigações e outros títulos de médio e longo prazo, emitidos por sucursais e filiais no exterior. O financiamento obtido desta forma surge registado na balança de pagamentos no momento em que os fundos são canalizados para as casas-mãe em Portugal sob a forma de depósito. O cruzamento das contas externas com a informação do balanço consolidado do sistema bancário revela que, em 2006, e em contraste com o observado nos últimos anos, o financiamento das outras instituições financeiras monetárias foi obtido essencialmente no mercado interbancário, pese embora tenha continuado a verificar-se a emissão de títulos no exterior por filiais e sucursais de grupos bancários portugueses. Este maior recurso a financiamento interbancário poderá ser temporário, para o que contribuirá o recurso a operações de titularização, que geralmente ocorrem no segundo semestre, bem como a dinamização de um novo instrumento de obtenção de liquidez, as obrigações hipotecárias, cujo necessário enquadramento legal foi entretanto completado.

O investimento de carteira na primeira metade de 2006 representou uma saída líquida de fundos muito expressiva (superior a 12 por cento do PIB). Esta evolução reflecte, por um lado, um menor recurso a financiamento junto de não residentes por parte do sector público e das sociedades não financeiras e, por outro lado, a aquisição muito significativa de títulos de não residentes por parte dos investidores institucionais e dos particulares. De facto, no primeiro semestre de 2006, assistiu-se a uma redução importante do fluxo de dívida pública colocada junto de não residentes, consistente com a redução das necessidades de financiamento das administrações públicas. Adicionalmente, deve salientar-se a amortização de papel comercial por parte de dois grandes grupos económicos, cujas emissões se encontravam maioritariamente na carteira de não residentes. Finalmente, as sociedades de seguros e fundos de pensões e, em menor grau, os particulares procederam a aquisições muito significativas de títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos por não residentes.

Quadro 7.2

BALANÇA FINANCEIRA							
	Jan-Dez 2005	Janeiro - Junho 2005		Janeiro - Junho 2006			
	Varição líquida	Varição passivos	Varição activos	Varição líquida	Varição passivos	Varição activos	Varição líquida
Balança corrente e de capital	-8.1			-9.2			-8.9
Balança financeira	8.8	19.4 (14.8)	-8.8 (-4.2)	10.6	24.3 (22.8)	-15.9 (-14.4)	8.4
Investimento directo	1.1	2.8	-1.7	1.1	2.5	-0.9	1.6
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria nos (Açores)</i>	0.7	2.4	-1.7	0.7	2.4	-0.6	1.7
Investimento de carteira	-1.1	7.0	-7.9	-0.9	0.5	-13.4	-12.9
Derivados financeiros	-0.1	-2.7	2.5	-0.2	-3.7	3.4	-0.3
Outro investimento	7.9	12.4 (7.7)	-1.7 (2.9)	10.6	25.0 (23.5)	-7.2 (-5.7)	17.9
Activos de reserva	1.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	2.1	2.1
Por sector institucional residente:							
Autoridades monetárias ^(a)	2.7 (1.2)	7.8 (3.1)	-0.2	7.6 (2.9)	4.1 (2.6)	0.9	5.0 (3.5)
Investimento de carteira	-0.7		0.3	0.3		1.0	1.0
Derivados financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro investimento	2.4 (0.9)	7.8 (3.1)	-0.3	7.4 (2.8)	4.1 (2.6)	-2.2	1.9 (0.4)
Activos de reserva	1.0		-0.1	-0.1		2.1	2.1
Administrações públicas	6.2	5.6	0.1	5.6	2.9	0.2	3.1
Investimento directo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria nos (Açores)</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de carteira	6.7	7.2	-0.2	6.9	3.4	-0.1	3.3
Derivados financeiros	0.0	-0.5	0.3	-0.2	-0.6	0.3	-0.3
Outro investimento	-0.5	-1.1	0.0	-1.1	0.1	0.0	0.1
Outras instituições financeiras monetárias ^(a)	-1.8 (-0.3)	0.8	0.0 (4.7)	0.8 (5.5)	19.1	-3.7 (-2.2)	15.3 (16.8)
Investimento directo	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	0.4	0.2	0.6
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria nos (Açores)</i>	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	0.4	0.2	0.6
Investimento de carteira	-6.0	-2.7	-0.7	-3.5	0.7	-3.6	-2.9
Derivados financeiros	-0.1	-1.5	1.5	0.1	-2.3	2.1	-0.2
Outro investimento	4.5 (6.1)	4.9	-0.6 (4.1)	4.4 (9.0)	20.3	-2.5 (-0.9)	17.8 (19.3)
Instituições financeiras não monetárias	-0.9	2.1	-5.9	-3.8	-1.3	-7.6	-8.8
Investimento directo	0.5	0.8	-0.5	0.4	0.5	0.0	0.5
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria nos (Açores)</i>	0.5	0.9	-0.5	0.4	0.5	0.0	0.5
Investimento de carteira	-1.5	1.6	-5.8	-4.2	-1.5	-8.6	-10.1
Derivados financeiros	0.1	-0.5	0.5	0.0	-0.5	0.8	0.2
Outro investimento	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.3	0.5
Sociedades não financeiras e particulares	2.5	3.2	-2.9	0.3	-0.5	-5.7	-6.2
Investimento directo	0.9	1.9	-1.0	0.9	1.6	-1.1	0.5
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de Santa Maria nos (Açores)</i>	0.5	1.4	-1.0	0.4	1.5	-0.9	0.6
Investimento de carteira	0.4	0.9	-1.4	-0.4	-2.1	-2.0	-4.1
Derivados financeiros	-0.1	-0.2	0.2	0.0	-0.3	0.2	-0.1
Outro investimento	1.4	0.6	-0.7	-0.1	0.3	-2.8	-2.5
Erros e omissões	-0.7			-1.3			0.5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de activos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de activos externos, isto é uma saída de fundos. (a) Os valores entre parêntesis no Outro Investimento das Autoridades Monetárias e das Outras Instituições Financeiras Monetárias encontra-se ajustado de operações de fim de ano, de natureza temporária e revertidas nos primeiros dias do ano seguinte, entre esses dois sectores. Estas operações não afectam o saldo global da Balança Financeira.

O saldo das operações de investimento directo, excluindo as operações associadas a empresas localizadas nas zonas francas da Madeira e nos Açores, correspondeu a uma entrada de líquida de fundos de cerca de 1.7 por cento do PIB, representado uma recuperação deste tipo de financiamento face ao primeiro semestre de 2005 (0.7 por cento do PIB)¹⁸. No entanto, é relevante ter em conta que esta recuperação resultou, em larga medida, de uma redução do fluxo de investimento directo de Portugal no exterior relativamente ao verificado em 2005.

8. CONCLUSÃO

A dinâmica das exportações constitui um traço fundamental da evolução da economia portuguesa em 2006. Esta dinâmica tem sido caracterizada por um aumento da diversificação das exportações em termos de produtos e de mercados geográficos. No que se refere em particular aos mercados geográficos, importa assinalar que os maiores contributos para o crescimento das exportações em 2006 vieram de mercados de destino tradicionais, com destaque para a Espanha, que tem acentuado o seu contributo positivo, e para os EUA e a Alemanha, que estão a recuperar significativamente dos contributos negativos observados em 2005. No entanto, importa realçar que, a partir da segunda metade de 2005, e ao longo de 2006, se observou um forte aumento das exportações para países com um peso tradicionalmente negligenciável no comércio externo nacional. Este fenómeno estará a reflectir um gradual aumento da integração da economia portuguesa no mercado global e insere-se num contexto de forte aumento dos fluxos de transacções internacionais de bens e serviços, associado à diminuição de barreiras ao comércio e à crescente participação no comércio internacional de economias de mercado emergentes.

Para uma pequena economia aberta como a portuguesa, a crescente integração no comércio global tem um importante impacto sobre a eficiência da economia, nomeadamente através do aumento da concorrência, com benefícios directos sobre os consumidores, e através da diminuição da fragmentação dos mercados, permitindo às empresas aproveitar plenamente as suas economias de escala.

No entanto, importa sublinhar que existe uma elevada incerteza quanto ao grau de sustentabilidade da actual dinâmica das exportações, bem como quanto ao processo de diversificação observado em 2006. A elevada volatilidade das exportações, claramente acima da observada no passado recente, ilustra aquela incerteza. Adicionalmente, os custos relativos da economia portuguesa continuaram a aumentar em 2006. No entanto, é de salientar que a crescente integração na economia mundial de economias de mercado emergentes com baixos custos unitários de produção e a reestruturação produtiva em curso na economia portuguesa aumentam as dificuldades de interpretação dos habituais indicadores de competitividade-preço.

Um segundo traço fundamental da evolução da economia portuguesa em 2006 é o acentuar da queda do investimento. Em termos acumulados, o investimento total terá caído cerca de 18 por cento nos últimos cinco anos. Em consequência, o peso do investimento no PIB, quer em termos nominais, quer em termos reais, deverá situar-se em 2006 no nível mínimo das últimas décadas.

Importa reflectir sobre as razões que poderão explicar a queda sucessiva do investimento empresarial nos últimos cinco anos. Em termos gerais, o investimento empresarial depende crucialmente do valor actualizado da sua rentabilidade esperada no futuro. Esta é função da evolução esperada da produtividade total de factores da economia, das expectativas de procura da empresa e do grau de incerteza em torno destes elementos. Para além do reduzido crescimento tendencial que tem caracterizado a

(18) A exclusão destas operações associadas a empresas localizadas nas Zonas Francas da Madeira e de Santa Maria (Açores) justifica-se por estas apresentarem, frequentemente, montantes de magnitude significativa que representam meramente a utilização daquelas zonas francas para a realização por não residentes de investimentos em países terceiros, não tendo, por isso, consequências relevantes para a economia portuguesa.

economia portuguesa nos últimos anos e das baixas perspectivas de procura, factores como a previsibilidade do sistema fiscal, a qualificação da mão-de-obra (pela complementaridade entre o capital físico e humano) e o quadro institucional prevalecente (nomeadamente ao nível da flexibilidade dos mercados de bens e de trabalho) terão sido igualmente determinantes nas decisões de investimento das empresas. Adicionalmente, num contexto de incerteza, nomeadamente quanto à sustentabilidade do crescimento da procura global e quanto ao impacto de algumas medidas de carácter estrutural na economia portuguesa, as empresas poderão ter optado por aguardar a chegada de nova informação que confirmasse ou não a viabilidade de determinados investimentos.

Dada a importância crucial do investimento na promoção do crescimento futuro da economia – através da incorporação nos processos de produção de novas tecnologias e novos conhecimentos – a evolução desta variável nos anos mais recentes surge como particularmente preocupante. De facto, tendo em conta a dinâmica do investimento e do *stock* de capital nos últimos anos, existe um risco de que a intensidade capitalística na economia – medida como o peso do *stock* de capital no PIB – venha gradualmente a diminuir no futuro próximo. Neste contexto, seria necessário observar uma melhoria substancial da qualidade do investimento para poder esperar nos próximos anos um contributo do factor capital que sustentasse um processo de convergência da economia portuguesa para os níveis médios de rendimento *per capita* da área do euro.

Um elemento importante neste contexto, e que constitui um terceiro traço relevante da evolução recente da economia portuguesa, foi o início da concretização plena de um processo de consolidação orçamental. Em 2006, a significativa consolidação orçamental está a assentar predominantemente num aumento da receita fiscal e, em menor medida, numa redução da despesa em percentagem do PIB. A prossecução dos objectivos inscritos no Programa de Estabilidade e Crescimento para os próximos anos, em particular no que toca à evolução do défice das Administrações Públicas e à sua evolução em termos de receita e despesa, será um elemento fundamental na determinação de um quadro estável e previsível para as decisões dos agentes económicos em Portugal.

Redigido com informação disponível até ao início de Novembro de 2006.

Caixa 1. Investimento empresarial e exportações

A aceleração da economia portuguesa a partir da segunda metade de 2005 tem sido caracterizada por um comportamento mais favorável das exportações, o qual, no entanto, não tem sido acompanhado por uma evolução igualmente favorável do investimento. Além das especificidades que estarão a condicionar o investimento público e o investimento em habitação, também o investimento empresarial continuou a evidenciar taxas de variação homólogas negativas ao longo de 2006.

Esta evolução do investimento empresarial, apesar de estar a condicionar o ritmo de recuperação da actividade económica, parece não ser substancialmente diferente da observada no passado. Com efeito, a evidência recente da economia portuguesa realça que o investimento empresarial tende a acelerar com algum atraso face à evolução das exportações, quando os sinais de maior dinamismo económico se transmitem ao consumo privado. Uma análise de significância estatística dos coeficientes de correlação para o período compreendido entre 1979 e 2005 (Gráfico 1) aponta para um desfasamento de 8 a 15 trimestres (com o coeficiente mais significativo no trimestre 12) entre a evolução das exportações de mercadorias e do investimento empresarial, avaliada em termos de taxas de variação homóloga¹. Refira-se, no entanto, que esse desfasamento se reduz significativamente para entre 3 e 12 trimestres (máximo no trimestre 9) com a exclusão da parte inicial da amostra. Este resultado estará relacionado com as características da recessão de 1983-84, quando a significativa depreciação da taxa de câmbio real permitiu uma forte e rápida aceleração das exportações, num período em que a procura interna ainda se encontrava muito deprimida.

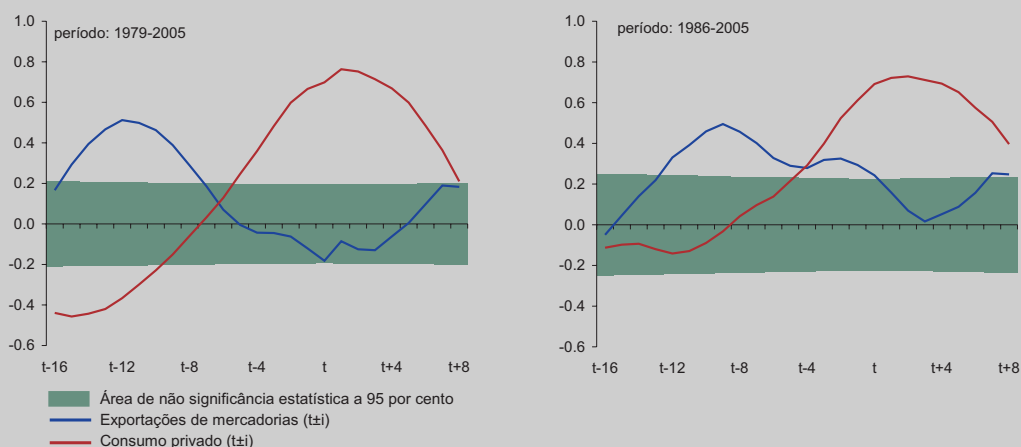
Vários factores podem explicar esta regularidade empírica. Em primeiro lugar, a existência de capacidade produtiva excedentária ou de níveis indesejados de existências poderá explicar uma reacção retardada do investimento em relação às exportações. Este resultado será tão mais acentuado quanto maior for a incerteza quanto à evolução futura das exportações e da procura interna. O Gráfico 2 aponta para algum desfasamento (1 a quatro trimestres) entre a evolução das exportações de mercadorias e a taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora – sector particularmente representativo da actividade das empresas exportadoras.

Em segundo lugar, uma parte substancial do investimento empresarial está relacionada com actividades orientadas para o mercado interno, e, por isso, acaba por estar naturalmente ligada à evolução contemporânea e esperada da procura interna, em especial do consumo privado (Gráfico 1). Com efeito, com base na última informação disponível para 2002 das matrizes input-output das Contas Nacionais, não existe evidência de que os sectores exportadores tenham um peso preponderante na composição do investimento empresarial. Tomando em considera-

Gráfico 1

CORRELAÇÕES DO INVESTIMENTO EMPRESARIAL COM AS EXPORTAÇÕES E O CONSUMO PRIVADO

Dados trimestrais (tvh)



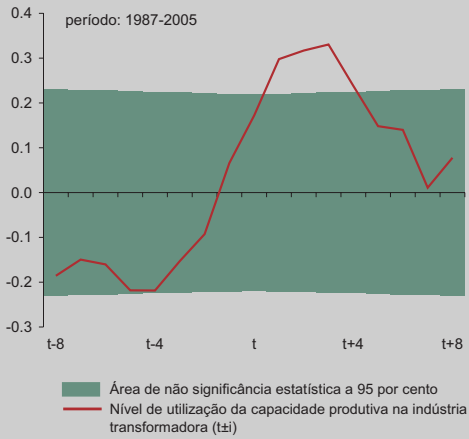
Fonte: Banco de Portugal.

(1) Os resultados reportados não seriam significativamente diferentes no caso de se utilizarem as componentes cíclicas obtidas através da aplicação de um filtro do tipo Hodrick-Prescott para a remoção das respectivas tendências, em vez das variáveis expressas em taxas de variação homóloga.

Gráfico 2

CORRELAÇÕES DAS EXPORTAÇÕES COM A UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA

Dados trimestrais (tvh)



Fontes: INE e Banco de Portugal.

ção a distribuição sectorial do investimento ponderada pelo rácio das exportações no total da procura final de cada sector, estima-se que, em 2002, cerca de 1/4 do investimento empresarial tenha estado directamente relacionado com as exportações.

Desta forma, o facto da forte dinâmica das exportações em 2006 ainda não ter sido acompanhada por uma evolução mais favorável do investimento empresarial não parece estar em dissonância com a evidência empírica disponível para a economia portuguesa.

Caixa 2. Inquéritos qualitativos como indicador avançado das exportações nominais de mercadorias

As exportações são uma variável decisiva para a evolução da actividade numa pequena economia aberta como a portuguesa. A sua evolução, em especial no muito curto prazo, tende a ser caracterizada por uma elevada volatilidade¹. Deste modo, a identificação de indicadores que sejam divulgados mais atempadamente e que apresentem alguma capacidade de antever a evolução das exportações permite melhorar as previsões de curto prazo da economia portuguesa.

O Gráfico 1 apresenta os coeficientes de correlação entre as exportações nominais de mercadorias (medidas em taxas de variação homóloga) e alguns indicadores construídos com base nos saldos de respostas extremas dos inquéritos qualitativos à indústria transformadora e dos indicadores de sentimento económico para os países da União Europeia. A selecção desses indicadores baseou-se no momento da sua disponibilização e na evidência estatística relativamente à sua capacidade de previsão da evolução das exportações.

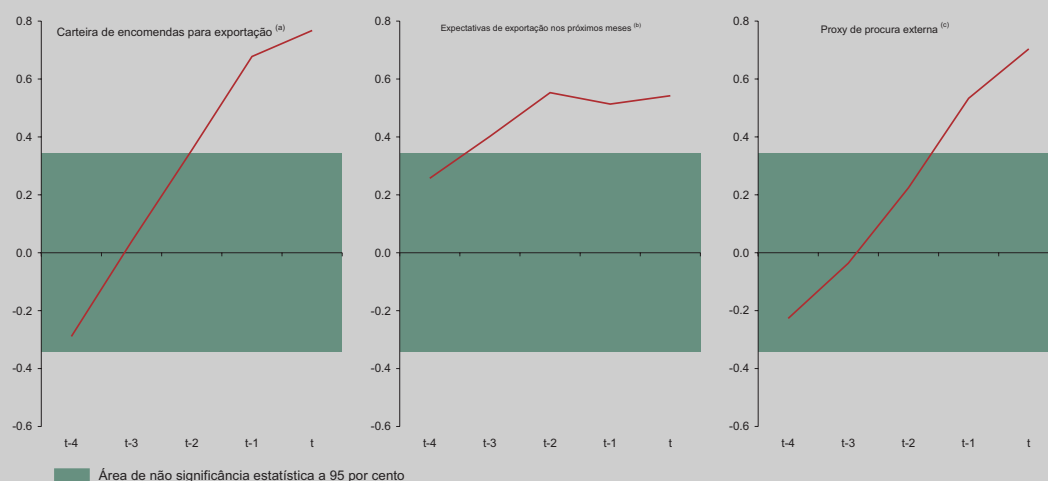
A utilização conjunta destes indicadores permite obter um modelo em que se procede a uma previsão para a evolução das exportações no trimestre t no final do primeiro mês desse trimestre, isto é, num período em que apenas existem estatísticas do comércio externo referentes ao primeiro mês do trimestre anterior, e uma primeira estimativa no âmbito do procedimento SDDS para o segundo mês.

A avaliação dessas projecções é ilustrada no Gráfico 2, o qual apresenta igualmente a actual previsão para o quarto trimestre, construída com base na informação disponível em meados de Novembro – altura em que foram divulgadas pelo Instituto Nacional de Estatística a primeira versão das estatísticas do comércio externo para Agosto e a primeira estimativa do SDDS para Setembro.

A avaliação dos erros do modelo ao longo do período utilizado para a sua estimação realça as dificuldades de prever a evolução das exportações em 2006. Em todo o período considerado, nunca o erro de previsão tinha assumido a magnitude dos valores consecutivamente positivos observados ao longo dos três primeiros trimestres de

Gráfico 1

COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO COM A EVOLUÇÃO CONTEMPORÂNEA DAS EXPORTAÇÕES Taxas de variação homóloga trimestrais



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Com base no inquérito mensal à actividade da indústria transformadora, considerando a informação referente ao primeiro mês de cada trimestre e uma agregação sectorial representativa da estrutura das exportações portuguesas. (b) Com base no inquérito trimestral à actividade da indústria transformadora, considerando uma agregação sectorial representativa da estrutura das exportações portuguesas. (c) Com base nos indicadores de sentimento económico da Comissão Europeia, considerando a informação referente ao primeiro mês de cada trimestre e uma agregação geográfica representativa da estrutura das exportações portuguesas.

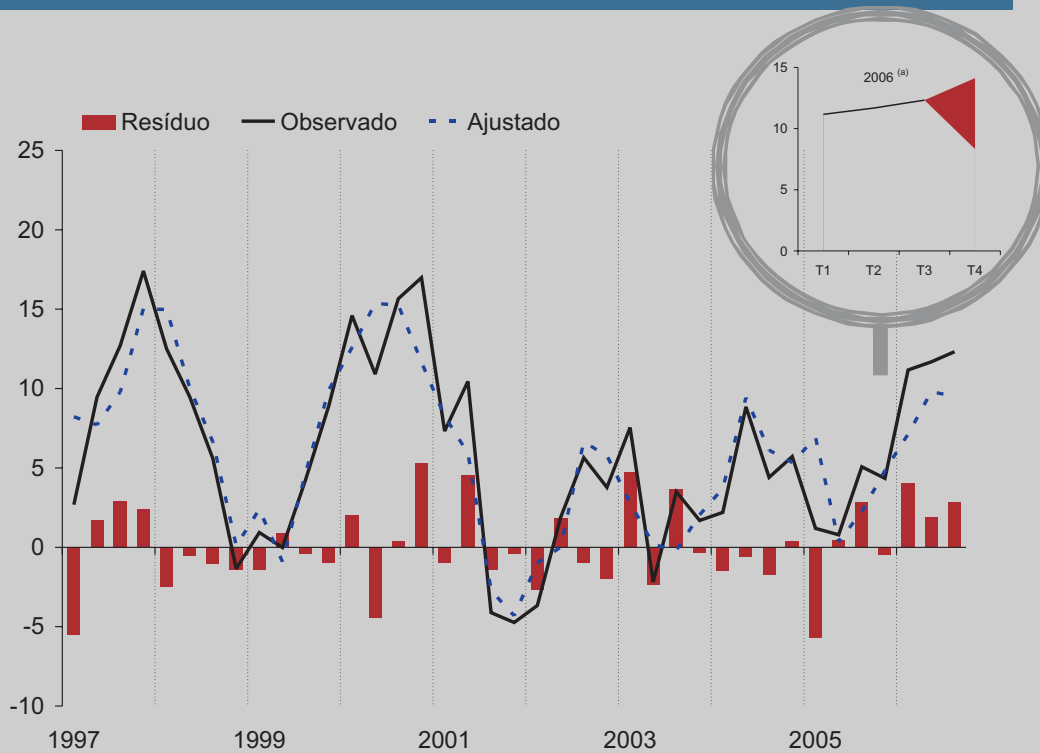
(1) Numa análise de componentes cíclicas, as exportações de bens apresentam uma volatilidade cerca de 2,5 vezes superior à do PIB, no período compreendido entre 1978 e 2003. Para uma análise mais detalhada das propriedades cíclicas das principais componentes da despesa veja-se Castro, G. e Esteves, P. S. (2004), *Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2003*, Boletim Económico, Junho 2004, Banco de Portugal.

2006. Tomando em consideração o erro de previsão estimado para o terceiro trimestre², a actual projecção central, ainda que sujeita a um elevado grau de incerteza, aponta para uma ligeira desaceleração da taxa de crescimento das exportações de bens em termos nominais no quarto trimestre, para um valor que continua a traduzir uma forte dinâmica do sector exportador.

Gráfico 2

EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE MERCADORIAS

Taxas de variação homóloga trimestrais



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Intervalo de projecção para o quarto trimestre, definido por um desvio padrão em cada aba.

(2) O facto de se incorporar o erro de previsão de projecção do terceiro trimestre corresponde à utilização do modelo para projectar a evolução da taxa de variação homóloga das exportações, em vez de uma projecção directa para o nível dessa taxa. Tal pressupõe que os factores não explicados pelo modelo, que contribuíram para o maior crescimento das exportações no terceiro trimestre, se continuarão a verificar no último trimestre de 2006.

Caixa 3. Balança de bens e serviços e procura interna relativa entre Portugal e a área do euro

Nos últimos anos, o défice da balança de bens e serviços permaneceu num nível superior ao que seria sugerido pela observação de que a procura interna em Portugal registou uma evolução bastante mais moderada do que a verificada nos principais mercados de destino das exportações portuguesas.

Tradicionalmente a evolução da balança comercial está negativamente relacionada com o crescimento relativo da procura interna em Portugal (que impulsiona as importações) face à dos principais mercados de destino (que favorece as exportações). Esta relação entre a evolução do saldo da balança de bens e serviços excluindo energéticos e o crescimento da procura interna relativa é ilustrada no Gráfico 1 para o período de 1985 a 2006 (coeficiente de correlação de 0.84), considerando-se a área do euro como aproximação para os principais mercados de destino das exportações portuguesas.

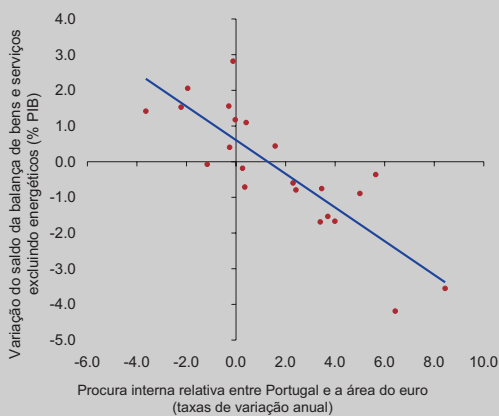
Tomando em consideração esta relação média histórica e admitindo-se que a exogeneidade da balança de produtos energéticos é válida no curto prazo – dado ser fortemente condicionada pela evolução do preço do petróleo nos mercados internacionais –, é possível apresentar uma decomposição para a evolução do saldo da balança de bens e serviços ao longo dos últimos anos (Gráfico 2).

Desde 2000, a evolução da procura interna relativa entre Portugal e a área do euro terá contribuído positivamente para a evolução do saldo da balança comercial. Neste período, a procura interna em Portugal registou um crescimento acumulado inferior ao da área do euro em cerca de 6.8 pontos percentuais. No entanto, após 2003, não se observou uma diminuição do défice comercial, dado que o impacto associado à evolução da procura interna relativa foi contrabalançado por outros factores. Por um lado, num contexto de significativa subida do preço do petróleo, verificou-se um agravamento do défice da balança energética. Por outro lado, a componente residual resultante desta decomposição, a qual tenderá a reflectir efeitos relacionados com a evolução das exportações, registou valores negativos entre 2003 e 2005 (a componente residual apresenta um coeficiente de correlação de 0.78 com a evolução da quota de mercado das exportações de bens e serviços).

Em 2006, projecta-se uma evolução favorável do saldo da balança de bens e serviços, resultante em larga medida da forte aceleração das exportações, reflectida na componente residual da decomposição acima descrita, o que contrasta com a evolução observada no passado recente.

Gráfico 1

BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS EXCLUINDO ENERGÉTICOS E PROCURA INTERNA RELATIVA ENTRE PORTUGAL E A ÁREA DO EURO (1985-2006)

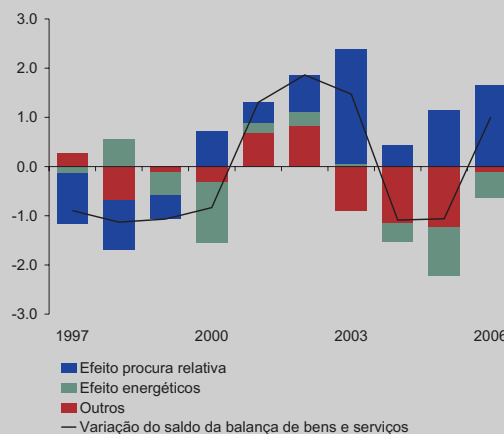


Fontes: BCE, INE, Banco de Portugal.

Gráfico 2

DECOMPOSIÇÃO DA EVOLUÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS

Em percentagem do PIB



Fontes: BCE, INE, Banco de Portugal.

O SISTEMA BANCÁRIO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2006¹

1. APRECIÇÃO GERAL

As instituições bancárias portuguesas têm revelado assinalável capacidade de adaptação à evolução desfavorável da conjuntura económica portuguesa nos últimos anos, caracterizada pela manutenção de reduzidas taxas de crescimento, pelo aumento da taxa de desemprego e pela necessidade de consolidação das contas públicas. De facto, o sistema bancário tem conseguido manter ritmos de expansão da actividade apreciáveis, concentrando o seu negócio em segmentos com risco mais reduzido, não só em termos de probabilidade de incumprimento, como também no tocante às garantias associadas às operações, nomeadamente no segmento do crédito para aquisição de habitação. Alguma diversificação da actividade tem ocorrido em termos geográficos, com a componente internacional a representar uma parcela crescente do activo do sistema e dos resultados, se bem que ainda limitada por comparação com os sistemas bancários de outros países europeus.

Nos anos mais recentes, as instituições bancárias têm beneficiado de uma evolução globalmente positiva dos mercados financeiros. Os mercados accionistas mantiveram a tendência de valorização, ao passo que nos mercados obrigacionistas as taxas de juro de longo prazo têm permanecido em níveis reduzidos, embora verificando um ligeiro aumento no decurso do último ano.

Adicionalmente, num contexto de redução da margem financeira, os resultados das instituições bancárias têm também beneficiado do aumento tendencial das receitas de comissões associadas a um alargamento do leque de serviços prestados aos seus clientes.

No primeiro semestre de 2006, a actividade bancária, em base consolidada, continuou a crescer significativamente, novamente impulsionada pelo crescimento do crédito a clientes, evidenciando-se a aceleração dos empréstimos a sociedades não financeiras e a particulares para consumo e outros fins e a manutenção de um crescimento robusto nos empréstimos a particulares para aquisição de habitação. Mantendo a tendência dos últimos anos, os recursos de clientes apresentaram um crescimento muito inferior, continuando, assim, os bancos a recorrer a fontes de financiamento alternativas como forma de sustentar o crescimento do crédito. Assim, no primeiro semestre de 2006, as necessidades de financiamento das instituições foram essencialmente supridas através do financiamento de mercado, mas, em contraste com o observado nos últimos anos, este foi essencialmente interbancário e, em menor grau, com recurso aos mercados de dívida a médio e longo prazos. Neste contexto, importa notar que a ligeira degradação dos indicadores de liquidez observada no primeiro semestre poderá ser revertida a breve trecho, para o que poderá contribuir o recurso a operações de titularização, que geralmente ocorrem no decurso dos segundos semestres, e a dinamização de um novo instrumento de obtenção de liquidez, as obrigações hipotecárias, cujo necessário enquadramento legal foi entretanto completado.

A rentabilidade da generalidade das instituições verificou um novo acréscimo no primeiro semestre de 2006, quando comparada com a observada em período homólogo de 2005. Ressalve-se, no entanto, o facto de num dos principais grupos bancários considerados esse aumento ter estado particularmente associado a operações de natureza não recorrente no contexto de uma reestruturação de participa-

(1) A análise efectuada neste artigo incide, à semelhança do verificado no *Relatório de Estabilidade Financeira 2005*, num agregado de treze instituições/grupos bancários que, desde o início de 2005, adoptaram as Normas Internacionais de Contabilidade na elaboração das suas demonstrações financeiras contabilísticas em base consolidada. Para mais detalhes sobre os dados utilizados no presente artigo, veja-se a Caixa 1 "Universo de instituições utilizado na análise".

ções no sector segurador. Quando corrigida desta operação, a rentabilidade do activo do agregado das instituições consideradas registou igualmente uma evolução positiva, enquanto a rentabilidade dos capitais próprios apresentou uma ligeira diminuição.

No contexto de subida das taxas de juro, e apesar de um decréscimo do seu contributo para a rentabilidade do activo, é de assinalar o aumento expressivo da margem financeira, o maior registado desde 2001. Realce-se também o ganho adicional da importância das comissões na geração de rentabilidade para as instituições bancárias.

Será igualmente de realçar a evolução favorável dos rácios de incumprimento na carteira de crédito, não obstante o contexto da subida das taxas de juro. Para tal terão contribuído, na linha do que vem sucedendo nos últimos anos, uma melhor gestão de risco e a introdução de novos produtos financeiros e modalidades contratuais, mais adaptados à capacidade corrente das contrapartes para servir a dívida. De forma mais marcada em 2006, esta evolução terá igualmente reflectido o recurso à alienação de créditos vencidos e outros créditos de cobrança duvidosa.

A solvabilidade das instituições consideradas aumentou ligeiramente no primeiro semestre do ano, beneficiando, fundamentalmente, de um aumento dos fundos próprios de base. Este aumento reflectiu, no essencial, a melhoria de situação de um dos principais grupos considerados, resultante do aumento de capital ocorrido numa das instituições que integram o referido grupo (o que, ao nível consolidado se traduziu num acréscimo dos interesses minoritários).

2. ACTIVIDADE

No primeiro semestre de 2006, a actividade das instituições bancárias, avaliada em termos do activo total em base consolidada, aumentou a uma taxa anualizada de 6.6 por cento (no final de Junho de 2006, a variação em termos homólogos foi de 10.1 por cento) (Quadro 2.1).

O principal contributo para esta variação esteve associado à expansão do crédito (líquido) a clientes, que cresceu, no semestre, a uma taxa anualizada de 8 por cento (9 por cento em termos homólogos, no final de Junho de 2006)². Quando considerada a actividade desenvolvida a nível interno, constata-se que o segmento que mais contribuiu para esta expansão continuou a ser o dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação, aquele em que a pressão concorrencial tem sido mais intensa³. Este segmento manteve um crescimento robusto, situando-se a respectiva taxa de variação anual acima dos 10 por cento por cento no final de Junho⁴. A persistência de elevadas taxas de crescimento terá reflectido a oferta de condições contratuais que, permitindo a limitação do grau de esforço associado ao endividamento, têm sustentado a procura de crédito. De entre essas condições, ter-se-ão continuado a destacar, de acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado do Crédito, o alongamento dos prazos contratuais, a diminuição de margens em empréstimos de risco médio, e a aceitação de rácios *loan-to-value* superiores.

Ainda relativamente aos particulares, os empréstimos para consumo e outros fins apresentaram um significativo dinamismo na primeira metade de 2006. De facto, a respectiva taxa de variação anual situou-se em 8.5 por cento em Junho de 2006, após ter registado 4.2 por cento em Junho e 6.8 por cen-

(2) Considerando também neste agregado o crédito a clientes objecto de titularização mas não desreconhecido.

(3) Esta avaliação decorre da evolução observada ao nível das margens de taxa de juro nos empréstimos bancários e das respostas ao Inquérito aos Bancos sobre o Mercado do Crédito. Para uma análise mais aprofundada da evolução do crédito ao sector privado não financeiro veja-se a Secção 3.1 "Política monetária do BCE e condições monetárias e financeiras da economia portuguesa" do artigo "A Economia Portuguesa em 2006", neste Boletim.

(4) A taxa de variação anual dos empréstimos por sector institucional tem por base os dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras. Para o cálculo são considerados os empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ajustadas de operações de titularização realizadas através de entidades-veículo não residentes. O agregado das instituições financeiras residentes inclui as outras instituições financeiras monetárias residentes e outras instituições de crédito incluídas no sector dos outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros residentes.

Quadro 2.1

BALANÇO DO SISTEMA BANCÁRIO								
Base consolidada								
	Milhões de euros			Taxa de variação ^(a) (em percentagem)		Estrutura (em percentagem do activo)		
	2005		2006	Jun.2006		2005		2006
	Jun.	Dez.	Jun.	T.v.h.	T.v.s.a.	Jun.	Dez.	Jun.
Caixa e disponibilidades em bancos centrais	4 619	6 205	5 510	19.3	-21.2	1.6	2.0	1.7
no país	4 170	5 657	4 807	15.3	-27.8	1.5	1.8	1.5
no estrangeiro	450	548	702	56.2	64.5	0.2	0.2	0.2
Disponibilidades em outras instituições de crédito	3 548	3 199	3 514	-1.0	20.6	1.2	1.0	1.1
no país	2 011	2 166	1 854	-7.8	-26.8	0.7	0.7	0.6
no estrangeiro	1 537	1 033	1 660	8.0	158.2	0.5	0.3	0.5
Aplicações em instituições de crédito	22 343	27 676	24 329	8.9	-22.7	7.8	9.0	7.7
no país	2 204	3 582	2 611	18.5	-46.9	0.8	1.2	0.8
no estrangeiro	20 138	24 094	21 718	7.8	-18.8	7.0	7.9	6.9
Crédito líquido a clientes	194 123	199 873	208 233	7.3	8.5	67.6	65.3	65.9
Activos financeiros ao justo valor através de resultados	18 310	18 150	20 527	12.1	27.9	6.4	5.9	6.5
Activos financeiros disponíveis para venda	13 523	14 037	16 632	23.0	40.4	4.7	4.6	5.3
Investimentos detidos até à maturidade	645	718	746	15.6	7.9	0.2	0.2	0.2
Derivados de cobertura	1 418	816	1 051	-25.9	66.0	0.5	0.3	0.3
Activos titularizados e não desreconhecidos	10 212	14 186	14 636	43.3	6.4	3.6	4.6	4.6
Investimento em filiais	3 399	3 475	3 752	10.4	16.6	1.2	1.1	1.2
Activos tangíveis e intangíveis	4 501	3 886	3 947	-12.3	3.2	1.6	1.3	1.2
Outros activos	10 403	13 768	13 041	25.4	-10.3	3.6	4.5	4.1
Total do activo	287 043	305 989	315 920	10.1	6.6	100.0	100.0	100.0
Recursos de bancos centrais	5 824	6 215	8 450	45.1	84.9	2.0	2.0	2.7
no país	5 181	5 464	7 337	41.6	80.3	1.8	1.8	2.3
no estrangeiro	643	751	1 113	73.0	119.8	0.2	0.2	0.4
Recursos de outras instituições de crédito	36 779	38 840	43 779	19.0	27.1	12.8	12.7	13.9
no país	4 288	5 384	5 470	27.6	3.2	1.5	1.8	1.7
no estrangeiro	32 491	33 457	38 309	17.9	31.1	11.3	10.9	12.1
Recursos de clientes e outros empréstimos	142 123	149 139	147 099	3.5	-2.7	49.5	48.7	46.6
Passivos financeiros ao justo valor através de resultados	4 078	4 306	5 626	38.0	70.7	1.4	1.4	1.8
Responsabilidades representadas por títulos	60 257	62 807	65 209	8.2	7.8	21.0	20.5	20.6
Passivos subordinados	10 132	9 973	9 789	-3.4	-3.7	3.5	3.3	3.1
Derivados de cobertura	1 197	956	1 371	14.6	105.6	0.4	0.3	0.4
Passivos por activos não desreconhecidos	977	2 363	2 681	174.5	28.7	0.3	0.8	0.8
Outros passivos	10 567	13 608	11 800	11.7	-24.8	3.7	4.4	3.7
Total do passivo	271 933	288 208	295 803	8.8	5.3	94.7	94.2	93.6
Capital	15 110	17 782	20 117	33.1	28.0	5.3	5.8	6.4
do qual Resultado líquido do exercício	1 061	2 197	1 591	50.0	n.a.	0.4	0.7	0.5
Total do passivo e situação líquida	287 043	305 989	315 920	10.1	6.6	100.0	100.0	100.0
<i>Por memória:</i>								
Para o sub-conjunto das instituições domésticas								
Disponibilidade e aplicações em bancos centrais e em outras instituições de crédito	24 627	31 328	26 652	8.2	-27.6	8.6	10.2	8.4
no país	7 113	9 817	7 663	7.7	-39.1	2.5	3.2	2.4
no estrangeiro	17 514	21 511	18 988	8.4	-22.1	6.1	7.0	6.0
Recursos de bancos centrais e de outras instituições de crédito	28 136	28 294	33 448	18.9	39.7	9.8	9.2	10.6
no país	3 966	4 720	5 590	41.0	40.2	1.4	1.5	1.8
no estrangeiro	24 170	23 573	27 857	15.3	39.6	8.4	7.7	8.8

Fonte: Banco de Portugal

Nota: (a) T.v.h. – Taxa de variação homóloga; T.v.s.a – Taxa de variação semestral anualizada; n.a. – não aplicável.

to em Dezembro do ano anterior. De acordo com os bancos participantes no inquérito acima referido, a evolução destes empréstimos terá estado essencialmente relacionada com o financiamento da aquisição de bens duradouros.

Por outro lado, tem-se igualmente assistido a uma aceleração gradual dos empréstimos a sociedades não financeiras, evidenciando-se, de acordo com a informação disponível, os empréstimos a empresas de maior dimensão. A taxa de variação anual dos empréstimos a sociedades não financeiras atin-

giu 5.8 por cento em Junho de 2006, valor que compara com 4.0 e 4.8 por cento de Junho e Dezembro de 2005, respectivamente. A evolução da procura por parte das empresas terá sido motivada, e novamente segundo os resultados do referido inquérito, por necessidades de financiamento acrescidas para efectuar reestruturações de dívida, concretizar processos de fusões, aquisições e outras reestruturações empresariais e, em menor grau, para financiar existências e necessidades de fundo maneio. Saliente-se, no entanto, que, em linha com a retracção observada ao nível do investimento empresarial, as necessidades de financiamento para realizar projectos de investimento terão continuado a contribuir negativamente para a evolução da procura de crédito neste segmento.

O crescimento do crédito a clientes reflectiu também o dinamismo evidenciado na actividade internacional dos principais grupos bancários portugueses. De facto, face à progressiva maturação da actividade desenvolvida em território nacional, as instituições bancárias têm procurado oportunidades de investimento no estrangeiro. Neste contexto, alguns dos principais grupos bancários portugueses reportaram, nos respectivos relatórios referentes ao primeiro semestre de 2006, variações significativas na componente internacional da sua actividade de captação de recursos, de concessão de crédito e de geração de rendimento. No conjunto dos cinco maiores grupos bancários observou-se um crescimento (em termos homólogos) de cerca de 20 por cento no crédito concedido no segmento da actividade internacional, valor que excede claramente o registado na actividade doméstica. A Polónia, a Grécia e Angola estão entre os países onde a actividade internacional dos bancos portugueses é particularmente relevante.

O aumento da actividade traduziu igualmente o crescimento das carteiras de instrumentos de dívida e de acções (englobados nas carteiras dos activos financeiros ao justo valor através de resultados e dos activos financeiros disponíveis para venda). O crescimento da carteira de instrumentos de dívida deverá ter reflectido, no essencial, aquisições de títulos, uma vez que, no primeiro semestre, ter-se-ão verificado reduções de valor nesta carteira, num contexto de alguma subida das taxas de juro de longo prazo. Por sua vez, a valorização da carteira de acções beneficiou da evolução positiva observada nos mercados accionistas.

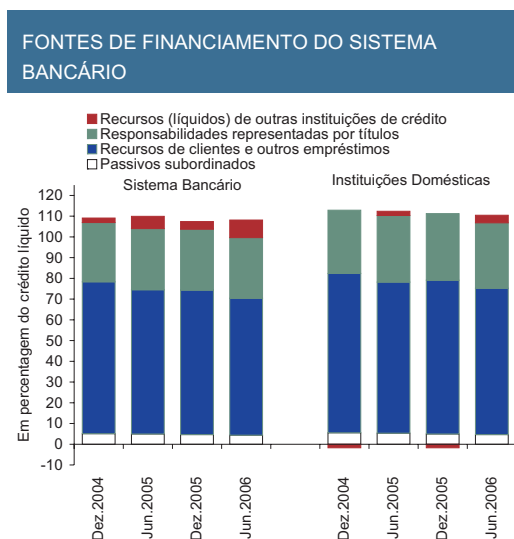
Os recursos de clientes continuaram a apresentar taxas de variação anual reduzidas em Junho de 2006, se bem que superiores às observadas no período homólogo de 2005. A diminuição adicional, ainda que ligeira, da taxa de poupança e a continuação da canalização dos recursos de clientes para aplicações alternativas (entre as quais se destacam fundos de investimento e produtos associados a seguros de vida) em instituições que, embora não integrando o perímetro de consolidação da actividade bancária, pertencem aos grupos financeiros das instituições, terão permanecido entre os factores condicionantes da evolução dos recursos de clientes. A opção dos bancos por esta estratégia ter-se-á continuado a basear no facto destas aplicações permitirem fidelizar os clientes através da oferta de produtos com rendibilidade potencialmente superior e gerar maiores rendibilidades efectivas para as instituições, numa perspectiva global.

Neste contexto, e na linha do observado nos últimos anos, o peso dos recursos de clientes como contraparte do crédito líquido concedido a clientes voltou a diminuir (Gráfico 2.1). O rácio crédito/depósitos das instituições domésticas verificou assim um aumento, situando-se em 140 por cento no final do primeiro semestre de 2006, valor que compara com 138 por cento de Junho de 2005 e 135 por cento em Dezembro do mesmo ano⁵.

Atendendo também a que no decurso do primeiro semestre de 2006 não se realizaram operações de titularização de crédito, verificou-se uma redução do saldo de crédito titularizado, que terá correspon-

(5) Este valor obtém-se quando considerado somente o crédito não objecto de operações de titularização e não alargando o conceito de recursos de clientes ao títulos emitidos pelos bancos e colocados junto de clientes. Quando consideradas as variantes a este rácio englobando as componentes atrás referidas, as conclusões mantêm-se qualitativamente válidas.

Gráfico 2.1



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Os recursos (líquidos) de outras instituições de crédito incluem recursos líquidos face a bancos centrais.

dido, no essencial, à amortização corrente dos empréstimos⁶ (Gráfico 2.2). Note-se porém que, apesar das operações de titularização se terem revelado nos anos recentes como uma fonte de liquidez importante para as instituições bancárias, este tipo de operação foi geralmente realizado nos segundos semestres⁷, levando a que, tipicamente, as instituições recorram de forma mais activa a outras fontes de financiamento no decurso dos primeiros semestres do ano.

Deste modo, as responsabilidades representadas por títulos verificaram um aumento de 3.8 por cento no semestre (8.2 por cento em termos homólogos), beneficiando das condições favoráveis que caracterizaram os mercados financeiros nos primeiros meses de 2006, em particular no primeiro trimestre. Deve notar-se que, no segundo trimestre do ano, no contexto de algumas perturbações nos mercados financeiros internacionais, os *spreads* dos títulos de dívida emitidos por alguns dos principais grupos bancários portugueses nos mercados internacionais verificaram um ligeiro agravamento, o qual, contudo, foi em grande medida, revertido posteriormente. Simultaneamente, e constituindo o principal contributo para a variação dos recursos no semestre em apreço, assistiu-se a um significativo aumento do financiamento (líquido) obtido junto de bancos centrais e de outras instituições de crédito. Esta evolução esteve concentrada nas principais instituições domésticas, e reflectiu, de forma mais evidente, um aumento dos passivos face a instituições de crédito no estrangeiro. Adicionalmente, resultou de uma diminuição de activos, tanto face a instituições no estrangeiro como face a instituições no país. Assim, assistiu-se a uma redução do rácio de cobertura dos passivos interbancários por activos de elevada liquidez, mais significativa para as instituições domésticas (embora estas mantenham aquele rácio de cobertura a um nível superior ao verificado para as restantes instituições – Gráfico 2.3).

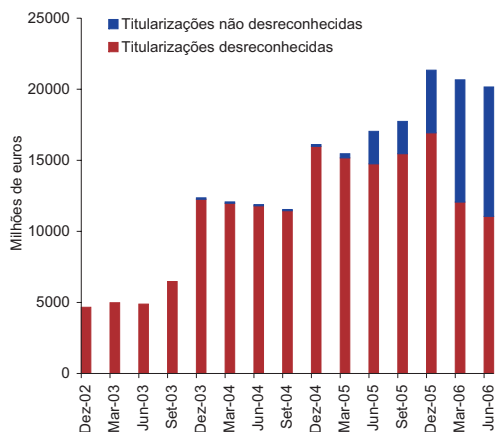
A análise dos *gaps* de liquidez permite obter uma perspectiva mais abrangente ao considerar as componentes do activo e do passivo de curto prazo por prazos residuais. No semestre em apreço, a evolu-

(6) Relembre-se, a este respeito, que a adopção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) implicou critérios mais severos para o desreconhecimento total dos activos titularizados, impondo que tal desreconhecimento ocorra apenas em situações de cedência total de obrigações e direitos associados a esses activos.

(7) De facto, já no decurso do terceiro trimestre de 2006, foram efectuadas novas operações de titularização.

Gráfico 2.2

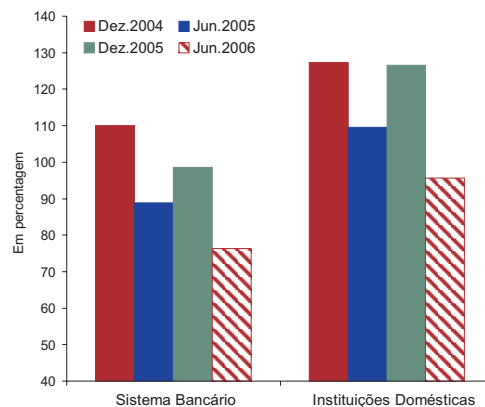
EVOLUÇÃO DOS SALDOS DE EMPRÉSTIMOS CEDIDOS EM OPERAÇÕES DE TITULARIZAÇÃO



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 2.3

RÁCIO DE COBERTURA DOS PASSIVOS INTERBANCÁRIOS POR ACTIVOS DE ELEVADA LIQUIDEZ



Fonte: Banco de Portugal.

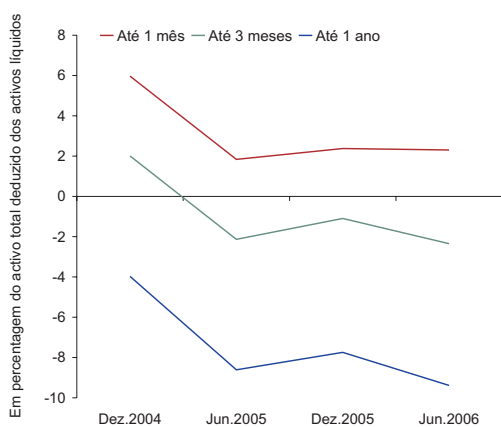
ção destes indicadores corrobora a deterioração da posição de liquidez das instituições, mas para níveis semelhantes aos observados em Junho de 2005 (Gráfico 2.4). Com efeito, verificou-se um significativo aumento dos passivos voláteis, que esteve relacionado com o recurso a financiamento interbancário e, em menor grau, com um aumento dos títulos de dívida com maturidade residual inferior a um ano.

Note-se, no entanto, que o recurso acrescido ao mercado interbancário, tipicamente de mais curto prazo, e que justifica a deterioração da posição da liquidez no primeiro semestre de 2006, deverá ter

Gráfico 2.4

GAP DE LIQUIDEZ EM ESCALAS CUMULATIVAS DE MATURIDADE

Instituições Domésticas



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Gap de liquidez definido como (Activos líquidos – passivos voláteis)/(Activo – Activos líquidos)x100 em cada escala cumulativa de maturidade residual.

tido uma natureza meramente temporária. De facto, deve ter-se em conta que o mesmo tipo de evolução foi observada no primeiro semestre de 2005 (com posterior reversão no semestre subsequente) e que, já no terceiro trimestre de 2006, se realizaram novas operações de titularização. Por outro lado, a partir do último trimestre do ano, as instituições poderão recorrer à emissão de um novo tipo de instrumento de dívida por prazos longos, nomeadamente às obrigações hipotecárias, cujo processo de enquadramento legal foi concluído em Outubro de 2006, com a publicação de quatro Avisos e uma Instrução por parte do Banco de Portugal⁸.

3. INCUMPRIMENTO E PROVISIONAMENTO DO CRÉDITO (REGIME PRUDENCIAL)

No primeiro semestre de 2006, o peso do crédito em incumprimento⁹ no crédito total manteve a tendência de diminuição evidenciada no segundo semestre de 2005, situando-se em 1.44 por cento (1.59 e 1.51 por cento em Junho e Dezembro de 2005, respectivamente – Gráfico 3.1). Esta redução do rácio de incumprimento reflecte o aumento do crédito total e uma relativa estabilização do crédito em incumprimento quando comparado com os valores de final de 2005 (um ligeiro aumento se comparado com o período homólogo de 2005).

Num contexto de recuperação económica ligeira e de subida gradual das taxas de juro, a evolução observada no crédito em incumprimento terá beneficiado da adopção, por parte das instituições bancárias, de modelos de avaliação de risco de crédito mais sofisticados e de modalidades contratuais mais adequadas à capacidade corrente dos clientes em satisfazer o serviço de dívida. De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a inovação contratual terá envolvido, por exemplo e consoante o segmento em consideração, o alongamento das maturidades contratuais, a diminuição de comissões e outros encargos não relacionados com taxas de juro e a diminuição das margens de taxa de juro aplicadas em empréstimos de risco médio. A implementação destas novas condições poderá também ter passado por renegociações de créditos, o que terá também contribuído para limitar a emergência de novas situações de delinquência.

Para a contenção do crédito em incumprimento na carteira bancária terão também contribuído, por um lado, e de forma comparável ao verificado no passado recente, a realização de abatimentos de créditos ao activo (quando considerados como incobráveis) e, por outro, a alienação de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa. Este último tipo de operação terá assumido particular relevância no primeiro semestre de 2006, ao alargar-se a várias das principais instituições do sistema bancário.

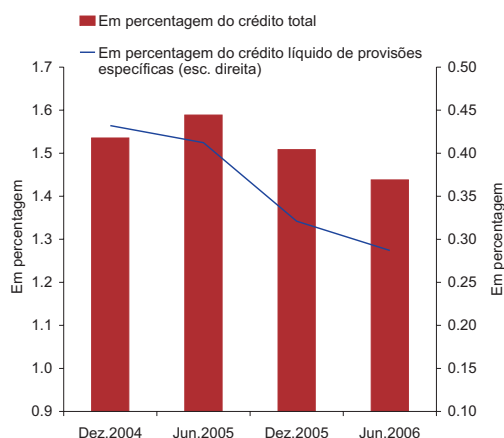
O rácio entre o crédito em incumprimento líquido das provisões constituídas para crédito de cobrança duvidosa e para crédito vencido e o crédito total, também líquido das mesmas provisões, apresentou uma diminuição no período em análise, situando-se em 0.29 por cento (menos 13 e 3 p.b. que os valores de Junho e Dezembro de 2005, respectivamente). Esta evolução terá reflectido, para além dos aspectos já mencionados, o facto das instituições continuarem a constituir provisões específicas superiores aos mínimos regulamentares estabelecidos pelo Banco de Portugal. No final do primeiro semestre de 2006, o montante total de provisionamento específico representava 80 por cento da carteira de crédito em incumprimento (Gráfico 3.2). Este nível de cobertura ficou muito próximo do observado no final de 2005 e correspondeu a um acréscimo de cerca de 6 p.p. face ao nível registado em Junho do mesmo ano.

(8) Nomeadamente dos Avisos N.ºs 5, 6, 7 e 8, e da Instrução N.º 13/2006.

(9) O conceito prudencial de crédito em incumprimento compreende o crédito vencido há mais de 90 dias e o crédito de cobrança duvidosa reclassificado como vencido para efeitos de provisionamento, de acordo com a alteração introduzida em 2002 no Aviso n.º 3/95.

Gráfico 3.1

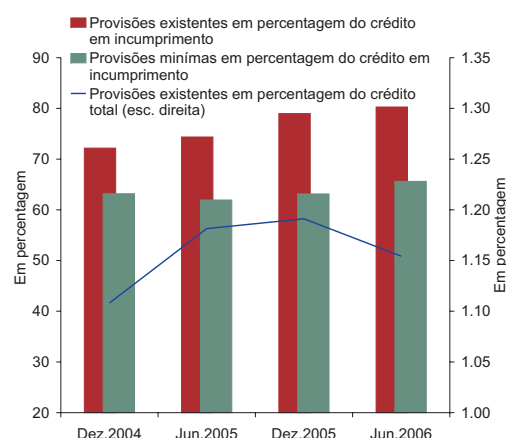
RÁCIO DE CRÉDITO EM INCUMPRIMENTO



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.2

PROVISIONAMENTO ESPECÍFICO DO CRÉDITO

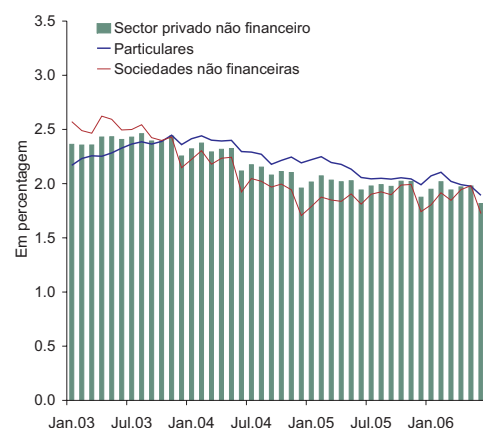


Fonte: Banco de Portugal.

Analisando as contrapartes do crédito em incumprimento, e tendo em consideração a carteira de clientes residentes, a diminuição do rácio do crédito em incumprimento observada no primeiro semestre foi comum aos sectores das sociedades não financeiras e dos particulares, não obstante o aumento observado no segmento dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins (Gráficos 3.3 e 3.4).

Gráfico 3.3

RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO A CLIENTES RESIDENTES

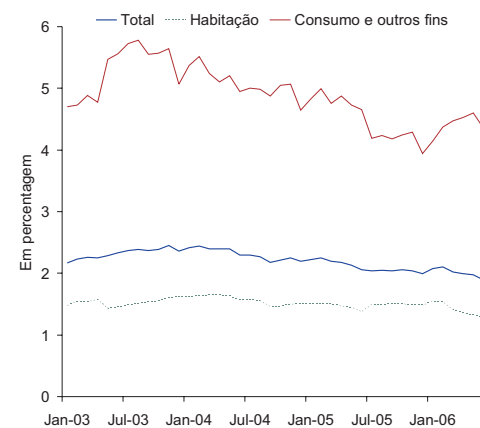


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Crédito e juros vencidos e outro crédito de cobrança duvidosa em percentagem do total do crédito ao sector na carteira bancária.

Gráfico 3.4

RÁCIOS DE INCUMPRIMENTO NO CRÉDITO A PARTICULARES RESIDENTES



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Crédito e juros vencidos e outros créditos de cobrança duvidosa em percentagem do total do crédito ao sector na carteira bancária.

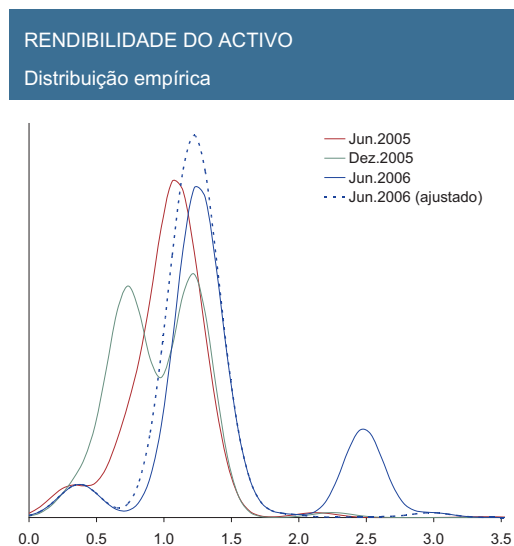
4. RENDIBILIDADE

No primeiro semestre de 2006, a rendibilidade, em base consolidada, da generalidade dos grupos bancários em análise aumentou por comparação com o período homólogo do ano anterior (Quadro 4.1). Porém, a evolução do indicador agregado para o conjunto das instituições em análise foi fortemente condicionada por um dos principais grupos bancários. De facto, a rendibilidade deste grupo foi, em grande medida, determinada por operações de carácter não recorrente, associadas à reestruturação das participações das empresas na área seguradora que integram o grupo e, desta forma, não reflectiram o desenvolvimento normal da sua actividade. Quando corrigida desta operação, a rendibilidade do activo (ROA) do agregado das instituições consideradas fixou-se em 1.22 por cento, que compara com 1.06 por cento em Junho de 2005, enquanto a rendibilidade dos capitais próprios (ROE) registou uma ligeira diminuição de 1 p.p., situando-se em 20 por cento¹⁰.

De facto, a distribuição empírica do ROA permite verificar que a generalidade das instituições registou melhorias ao nível do indicador no primeiro semestre de 2006. No entanto, uma das principais instituições do sistema bancário verificou um aumento anormalmente elevado do seu rácio de rendibilidade, que esteve associado à mencionada reestruturação de participações de empresas do grupo (Gráfico 4.1).

A margem financeira aumentou 8 por cento no primeiro semestre de 2006 face a igual período de 2005 (representando este valor a taxa de variação mais elevada desde 2001¹¹). Contudo, o respectivo contributo para a rendibilidade do activo voltou a diminuir (em 5 p.b. - Gráfico 4.2). Esta evolução terá

Gráfico 4.1



Fonte: Banco de Portugal

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições pelo seu activo; indicador calculado considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários. O indicador ajustado obtém-se após dedução aos resultados do impacto da operação de reestruturação de participações em empresas (nomeadamente da área seguradora) que ocorreu em um dos principais grupos considerados.

(10) Não corrigindo os resultados da operação mencionada, a rendibilidade do activo do conjunto das instituições analisadas situou-se em 1.46 por cento, ao passo que a rendibilidade dos capitais próprios registou um aumento, fixando-se em 24 por cento.

(11) O facto de, no total dos depósitos de clientes, existir uma parcela significativa de depósitos à ordem, não remunerados ou remunerados a taxas muito reduzidas, favorece o aumento da margem de juros (juros recebidos – juros pagos) em períodos de subida das taxas de juro de referência (tendo actuado em sentido inverso no passado recente).

Quadro 4.1

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Base consolidada

	Em milhões de euros				Em percentagem do activo total				Taxa de
									variação
	2004	2005	2005	2006	2004	2005	2005	2006	homóloga
	Ano		I Semestre		Ano		I Semestre		2006
1. Juros e rendimentos similares	12 622	13 977	6 833	8 040	4.63	4.86	4.88	5.17	17.7
2. Juros e encargos similares	7 504	8 601	4 173	5 163	2.75	2.99	2.98	3.32	23.7
3. Margem financeira (1-2)	5 119	5 375	2 659	2 877	1.88	1.87	1.90	1.85	8.2
4. Rendimentos de instrumentos de capital	161	217	180	138	0.06	0.08	0.13	0.09	-23.1
5. Rendimentos de serviços e comissões líquidos	1 923	2 212	1 044	1 196	0.71	0.77	0.75	0.77	14.6
6. Resultados de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor	346	505	343	-119	0.13	0.18	0.24	-0.08	-134.9
7. Resultados de activos financeiros disponíveis para venda	104	663	87	230	0.04	0.23	0.06	0.15	163.9
8. Resultados de reavaliação cambial	208	53	-123	281	0.08	0.02	-0.09	0.18	-329.3
9. Resultados de alienação de outros activos financeiros	72	366	105	207	0.03	0.13	0.07	0.13	97.5
10. Outros resultados de exploração	602	651	451	738	0.22	0.23	0.32	0.47	63.5
10.a) <i>Outros resultados de exploração - ajustados</i>	602	651	451	401	0.22	0.23	0.32	0.26	-11.1
11. Produto de actividade (3+4+5+6+7+8+9+10)	8 535	10 042	4 746	5 548	3.13	3.49	3.39	3.57	16.9
11.a) <i>Produto de actividade - ajustado (3+4+5+6+7+8+9+10.a)</i>	8 535	10 042	4 746	5 212	3.13	3.49	3.39	3.35	9.8
12. Custos com o pessoal	3 667	3 300	1 484	1 614	1.35	1.15	1.06	1.04	8.8
13. Gastos gerais administrativos	1 891	1 956	914	982	0.69	0.68	0.65	0.63	7.5
14. Amortizações do exercício	562	465	223	215	0.21	0.16	0.16	0.14	-3.5
15. Provisões líquidas de reposições e anulações	279	187	30	56	0.10	0.06	0.02	0.04	84.6
16. Perdas de imparidade e outras correcções de valor líquidas	1 012	1 372	707	561	0.37	0.48	0.51	0.36	-20.7
17. Apropriação de result. de associadas e empreendimentos conjuntos (equi. patrimonial)	624	217	94	152	0.23	0.08	0.07	0.10	61.7
17. a) <i>Apropriação de result. de associadas e empreendimentos conjuntos (equi. patrimonial) - ajustada</i>	624	217	94	116	0.23	0.08	0.07	0.07	24.1
18. Resultado antes de impostos e de interesses minoritários (11-12-13-14-15-16+17)	1 748	2 981	1 482	2 272	0.64	1.04	1.06	1.46	53.3
18 a) <i>Resultado antes de impostos e de interesses minoritários - ajustado (11-12-13-14-15-16+17.a)</i>	1 748	2 981	1 482	1 900	0.64	1.04	1.06	1.22	28.2
19. Imposto sobre os lucros do exercício	228	401	268	319	0.08	0.14	0.19	0.21	19.0
20. Resultado antes de interesses minoritários (18-19)	1 520	2 580	1 214	1 953	0.56	0.90	0.87	1.26	60.9
20.a) <i>Resultado antes de interesses minoritários - ajustado (18.a-19)</i>	1 520	2 580	1 214	1 581	0.56	0.90	0.87	1.02	30.2
21. Interesses minoritários (líquidos)	236	383	153	362	0.09	0.13	0.11	0.23	136.7
22. Resultado líquido (20-21)	1 284	2 197	1 061	1 591	0.47	0.76	0.76	1.02	50.0
22.a) <i>Resultado líquido - ajustado (20.a-21)</i>	1 284	2 197	1 061	1 219	0.47	0.76	0.76	0.78	14.9

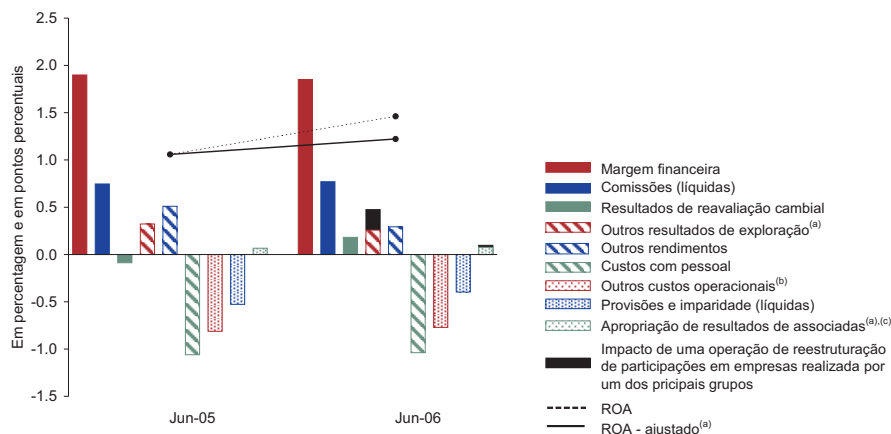
Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O ajustamento efectuado em algumas das rubricas (nomeadamente nas linhas 10 e 17) refere-se à dedução do efeito da operação de reestruturação de participações em empresas no sector segurador realizada por um dos principais grupos bancários considerados na análise. Note-se, no entanto, que não se efectuou o correspondente ajustamento nas rubricas de imposto sobre os lucros do exercício e de Interesses minoritários (líquidos) (linhas 19 e 21).

Gráfico 4.2

RENDIBILIDADE DO ACTIVO - ROA

Decomposição de contributos



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A rentabilidade do activo é calculada considerando o resultado antes de impostos e de interesses minoritários. (a) Exclui resultados associados a uma operação de reestruturação de participações em empresas (nomeadamente da área seguradora) realizada por um dos principais grupos considerados. (b) Os outros custos operacionais incluem os gastos gerais administrativos e as amortizações. (c) Apropriação de resultados de associadas e empreendimentos conjuntos (equivalência patrimonial).

reflectido por um lado, o ligeiro aumento da margem global de taxas de juro aplicadas nas operações com clientes (no contexto de um aumento do nível das taxas de juro), e por outro, a manutenção de significativo recurso ao financiamento de mercado (em especial, neste semestre, de mercado monetário), cujo custo é superior ao dos recursos de clientes.

O aumento da margem de taxa de juro obtida nos depósitos de clientes durante o primeiro semestre de 2006 (já iniciado no final do ano anterior), mais que compensou a ligeira diminuição da margem nos empréstimos, apesar do aumento verificado nas taxas de juro cobradas (cerca de 45 p.b. durante os primeiros seis meses de 2006 – Gráfico 4.3). Este estreitamento das margens activas reflectiu essencialmente, de acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, a pressão concorrencial existente entre instituições bancárias em alguns segmentos de mercado, como sejam as sociedades não financeiras e, em particular, o segmento do crédito à habitação (Gráfico 4.4). No final do primeiro semestre, este último segmento representava mais de 40 por cento do montante de crédito total concedido ao sector privado não financeiro¹².

Em termos líquidos, o rendimento de serviços e comissões registou um novo aumento, em torno de 15 por cento. Assim, o contributo desta rubrica para a variação da rentabilidade voltou a aumentar, em 2 p.b., na linha do que vem sucedendo, de forma sustentada, nos últimos anos.

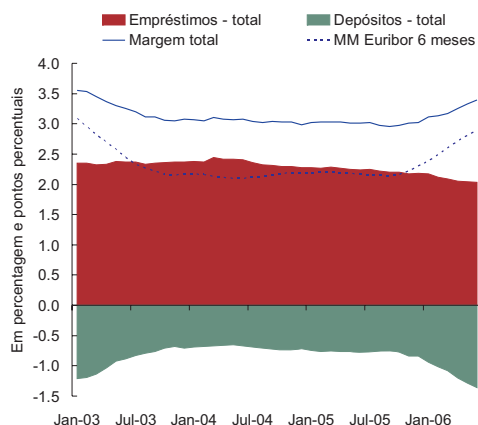
Quando corrigido do efeito da referida reestruturação de participações (que afectou de forma significativa os outros resultados de exploração¹³), o crescimento do produto da actividade situou-se próximo de 10 por cento, o que implicou um decréscimo (de 4 p.b.) no contributo para o ROA. O contributo conjunto das restantes rubricas (que não a margem financeira e os rendimentos de serviços e comissões) para o produto de actividade foi negativo em 1 p.b. Esta evolução reflecte também alguns efeitos base ao nível de algumas rubricas (como sejam os resultados de reavaliação cambial e os resultados de activos e passivos financeiros avaliados ao justo valor através de resultados).

(12) Note-se que a rentabilidade efectiva das operações neste segmento excede claramente a implícita nas margens de juro, estando antes associada à fidelização do cliente, que garante outros proveitos, nomeadamente comissões, numa base temporal alargada.

(13) O impacto estimado da referida operação sobre esta rubrica é na ordem dos 22 p.b.

Gráfico 4.3

MARGENS DE TAXA DE JURO NAS OPERAÇÕES COM CLIENTES

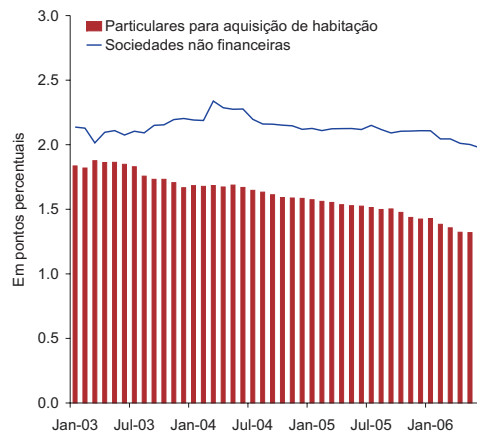


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Margens calculadas como a diferença entre as taxas de juro de saldos e uma média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses.

Gráfico 4.4

MARGENS DE TAXA DE JURO NOS EMPRÉSTIMOS



Fonte: Banco de Portugal.

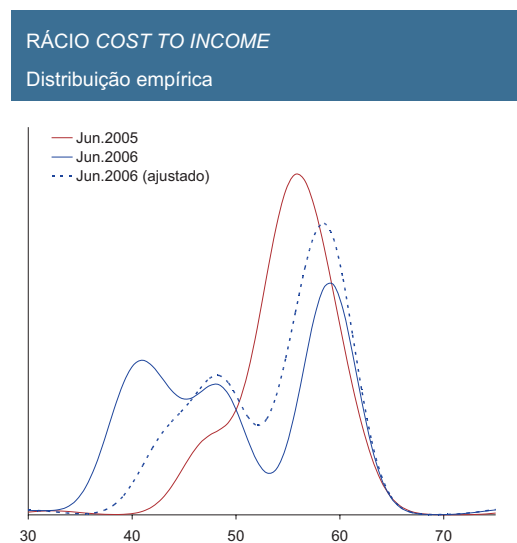
Nota: Margens calculadas como a diferença entre as taxas de juro de saldos e uma média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses.

Dada a evolução do produto da actividade, a melhoria dos indicadores de rentabilidade ficou a dever-se, para o agregado das instituições consideradas, a uma redução significativa nas perdas de imparidade e outras correcções de valor líquidas (que, diminuindo 21 por cento face ao primeiro semestre de 2005, originaram um contributo de 14 p.b. para o aumento do ROA). Esta evolução, também observada ao nível da generalidade dos países da União Europeia no passado recente, teve subjacente, de acordo com as instituições, uma melhoria do perfil de risco de carteira e um aperfeiçoamento dos métodos de controlo e prevenção de riscos, entre outros factores. A contenção dos custos com imparidade (e em particular de imparidade no crédito) está em linha com a evolução do incumprimento na carteira bancária, que, conforme referido, verifica actualmente níveis reduzidos. Reflectirá assim não apenas uma melhor adequação das condições contratuais à capacidade corrente das contrapartes para servir a respectiva dívida, mas também, em medida ainda não quantificável, a já referida alienação de créditos vencidos e outros de cobrança duvidosa. Note-se também que, apesar desta contenção nos custos com imparidade, subsiste (em termos agregados) um excesso de provisões constituídas sobre os níveis mínimos regulamentares.

Contribuindo igualmente para o aumento da rentabilidade, e no seguimento do observado no decurso dos últimos anos, verificou-se uma melhoria da eficiência, avaliada pelo rácio *cost-to-income*¹⁴. Efectivamente, após a correcção do efeito, sobre o produto da actividade, da operação de carácter não recorrente conduzidas por um dos principais grupos bancários durante o primeiro semestre do ano, verificou-se uma redução deste indicador, de 55.2 por cento, no primeiro semestre de 2005, para 54.0 por cento, em período homólogo de 2006. Não obstante esta redução, em termos de distribuição empírica, observou-se alguma dispersão entre as instituições analisadas face a Junho de 2005 (Gráfico 4.5). A evolução conjunta das rubricas de custos com o pessoal, gastos gerais administrativos e amortizações foi, em termos homólogos, de 7.3 por cento, valor inferior ao crescimento da margem financeira e da generalidade das restantes rubricas de proveitos (não influenciadas pelas referidas operações).

(14) Calculado como o rácio do somatório dos custos com pessoal, dos custos administrativos e das amortizações do exercício face ao produto da actividade.

Gráfico 4.5



Fonte: Banco de Portugal

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições pelo produto da actividade; indicador calculado como o quociente entre o somatório dos custos com pessoal, dos custos administrativos e das depreciações e o produto da actividade. O indicador ajustado obtém-se após dedução ao produto da actividade do impacto da operação de reestruturação de participações em empresas (nomeadamente da área seguradora) que ocorreu em um dos principais grupos considerados.

Quando corrigida do efeito da referida operação de reestruturação de participações, a rubrica apropriação de resultados de associadas e empreendimentos conjuntos (também afectada pela contabilização da referida operação) apresentou um contributo para o aumento da rendibilidade do activo que não excedeu 1 p.b.

Por fim, refira-se que o contributo dos resultados da actividade internacional dos principais grupos bancários portugueses para a geração de resultados tem vindo a aumentar. A informação disponível para o primeiro semestre de 2006, relativa à actividade internacional dos cinco principais grupos bancários a operar em Portugal, revela que os resultados da actividade internacional terão representado cerca de 5 por cento do total dos resultados consolidados do agregado de instituições considerado neste artigo, valor que compara com 4 por cento no primeiro semestre de 2005¹⁵. Deve, no entanto, notar-se que a rendibilidade das operações externas varia de forma significativa entre os diferentes grupos considerados, situando-se entre contributos positivos de cerca de 30 por cento e contributos negativos de cerca de 20 por cento do resultado líquido consolidado. Esta disparidade reflecte o grau de desenvolvimento do mercado onde essa actividade é desenvolvida.

(15) Também nesta comparação se deve ter em consideração o impacto das operações de carácter não recorrente que afectaram de forma significativa o resultado líquido do exercício no primeiro semestre de 2006. Nestes termos, pode-se concluir que o peso da actividade internacional seria ligeiramente superior ao acima mencionado.

5. SOLVABILIDADE

Em Junho de 2006, o rácio de adequação global de fundos próprios do conjunto de instituições consideradas, em base consolidada, situou-se em 11.5 por cento, que compara com 10.4 em Junho de 2005 e 11.3 por cento em Dezembro último. A evolução do rácio reflectiu os aumentos de 7.2 por cento dos fundos próprios totais e de 5.5 por cento dos requisitos totais de fundos próprios (Quadro 5.1).

O aumento dos fundos próprios totais reflectiu fundamentalmente a expansão dos fundos próprios de base. Subjacente a esta evolução esteve o aumento significativo dos interesses minoritários, o qual teve especial relevância num dos principais grupos bancários. A diminuição evidenciada pelos fundos próprios complementares traduziu essencialmente, no período em análise, alterações regulamentares efectuadas pelo Banco de Portugal no reconhecimento de provisões para riscos gerais de crédito como elemento positivo dos fundos próprios¹⁶. Assim, o montante das provisões para riscos gerais de crédito elegível como elemento dos fundos próprios passou a corresponder apenas à diferença (quando positiva) entre o valor das provisões regulamentares (estabelecidas ao abrigo do Aviso n.º 3/95) e o montante de perdas de imparidade para crédito apuradas para o grupo¹⁷. Por sua vez, a redução das deduções aos fundos próprios adveio da diminuição dos riscos cobertos por fundos próprios e, em menor grau, da alienação de participações em instituições de crédito e outras instituições financeiras. Por fim, os requisitos totais de fundos próprios continuaram a ser determinados pela evolução dos requisitos associados ao rácio de solvabilidade, tendo as restantes componentes determinantes dos requisitos totais diminuído. A aceleração dos requisitos relativos ao rácio de solvabilidade esteve em linha com o crescimento observado no crédito concedido, nomeadamente nos segmentos de crédito a sociedades não financeiras e a particulares para consumo e outros fins assim como a manutenção do forte crescimento do crédito a particulares para aquisição de habitação.

O ligeiro aumento do rácio de adequação global de fundos próprios não foi transversal ao conjunto de instituições analisadas, observando-se comportamentos diferenciados entre as instituições bancárias com peso relevante para o total dos fundos próprios (Gráfico 5.1). Não obstante este facto, os cinco principais grupos bancários apresentaram rácios superiores a 10 por cento, sendo de destacar o aumento substancial observado no rácio de um dos grupos. Tal aumento reflectiu o acréscimo significativo dos fundos próprios de base, via interesses minoritários, resultante do aumento de capital ocorrido numa das instituições que integram o grupo (esta operação terá contribuído em 5.6 p.p. para o aumento dos fundos próprios do sistema no semestre).

(16) Alteração efectuada através do Aviso n.º 2/2006 relativamente ao artigo 17.º-C do Aviso n.º 12/92.

(17) Este facto terá contribuído negativamente em 0.6 p.p. para a evolução do rácio de adequação global dos fundos próprios no primeiro semestre de 2006. Esta estimativa é obtida supondo, por um lado, que a regulamentação permanecia inalterada (conforme vigente no final de 2005) e, por outro, que as instituições não foram sensíveis à referida alteração regulamentar (i.e., o exercício é feito numa base *ceteris paribus* em todas as restantes elementos dos fundos próprios e dos respectivos requisitos).

Quadro 5.1

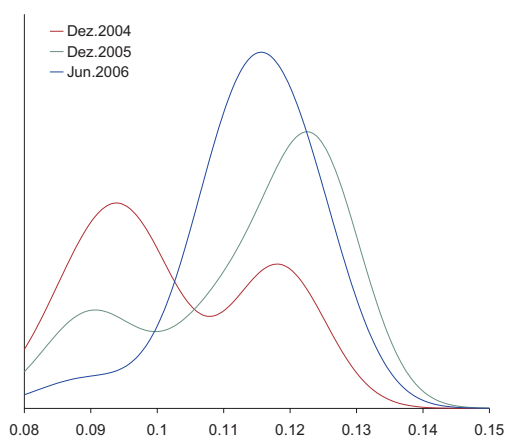
ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS							
Base consolidada							
	Milhões de euros					Variação homóloga	
	2003	2004	2005	2005	2006	2005	2006
	Dez.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.	Dez.	Jun.
						percentagem	
1. Fundos próprios							
1.1. Fundos próprios de base	13 059	13 729	13 947	14 904	16 900	8.6	21.2
1.2. Fundos próprios complementares	8 194	8 337	9 872	10 782	10 169	29.3	3.0
1.3. Deduções	2 376	2 092	2 685	1 948	1 620	-6.9	-39.7
1.4. Fundos próprios suplementares	0	1	0	0	0	-100.0	n.a.
Total dos fundos próprios	18 877	19 975	21 135	23 738	25 450	18.8	20.4
2. Requisitos de fundos próprios							
2.1. Rácio de solvabilidade	14 769	15 096	15 489	16 208	17 182	7.4	10.9
2.2. Riscos de posição	335	488	573	493	451	0.9	-21.3
2.3. Riscos de liquidação e contraparte	45	53	72	67	66	26.7	-8.9
2.4. Riscos cambiais	81	41	60	57	51	38.9	-15.0
2.5. Outros requisitos	0	1	0	1	0	-34.8	818.1
Total dos requisitos de fundos próprios	15 231	15 679	16 194	16 826	17 750	7.3	9.6
3. Rácios (em percentagem)						pontos percentuais	
3.1. Fundos próprios/Requisitos totais	123.9	127.4	130.5	141.1	143.4	13.7	12.9
3.2. Fundos próprios/(Requisitos totais x 12.5)	9.9	10.2	10.4	11.3	11.5	1.1	1.0
3.3. Fundos próprios de base/(Requisitos totais x 12.5)	6.9	7.0	6.9	7.1	7.6	0.1	0.7

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: n.a. - não aplicável.

Gráfico 5.1

RÁCIO DE ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS
Fundos próprios / (Requisitos totais * 12.5)
Distribuição empírica



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Distribuição empírica obtida recorrendo a um Kernel gaussiano que pondera as instituições pelos seus fundos próprios.

Caixa 1. Universo de instituições utilizado na análise

A introdução das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) em 2005 veio alterar de forma significativa a contabilização de alguns dos principais elementos patrimoniais e extra-patrimoniais das instituições financeiras, originando novas apresentações para as demonstrações financeiras do sistema bancário. No entanto, a adopção das NIC não foi transversal ao sistema bancário português no início de 2005, coexistindo no decurso desse ano diferentes sistemas contabilísticos entre as instituições (as referidas NIC, as Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA) e o anterior Plano de Contas do Sistema Bancário). A dificuldade na elaboração de análises comparadas robustas entre os diferentes regimes contabilísticos obrigou a uma redefinição do universo das instituições bancárias a analisar. Assim, no Relatório de Estabilidade Financeira de 2005 a análise efectuada teve por base os dados relativos às treze instituições que adoptaram as novas normas de contabilidade na elaboração das suas demonstrações financeiras em base consolidada desde o início do ano.

No início de 2006, a adopção das novas normas de contabilidade generalizou-se às restantes instituições bancárias (com excepção do SICAM – Sistema Integrado de Crédito Agrícola Mútuo). Porém, a indisponibilidade de dados comparáveis (i.e., na mesma base contabilística) relativos ao primeiro semestre de 2005 para as instituições que só em 2006 adoptaram as novas normas de contabilidade leva a que a análise neste artigo incida novamente sobre as referidas treze instituições. A existência de dados comparáveis assume particular relevância no tocante aos resultados da actividade, para a qual a análise semestral efectuada neste artigo tem por referência períodos homólogos (i.e., primeiros semestres de ano).

O conjunto de instituições em análise, que representava cerca de 87 por cento do total do activo do sistema bancário português em Dezembro de 2004, continua a não incluir instituições com sede ou actividade exclusiva no off-shore da Madeira e/ou actividade predominantemente com não residentes. Pontualmente, sempre que considerado relevante, será utilizada informação relativa a Dezembro de 2004, a qual foi recolhida ao abrigo da Instrução 30/2005.

A análise efectuada neste artigo assenta predominantemente em dados contabilísticos e prudenciais, em base consolidada. Alguma da informação de base não se encontra ainda certificada. Sempre que seja necessária a desagregação sectorial (por contraparte) ou por instrumento para complementar a análise, utilizam-se igualmente agregados em base individual ou agregados das Estatísticas Monetárias e Financeiras.

Note-se ainda que para algumas das análises efectuadas, com destaque para a situação de liquidez das instituições, dá-se especial ênfase ao subconjunto das instituições domésticas. Este agregado corresponde ao total do sistema excluindo as instituições cujo controlo de gestão seja assegurado por instituições não residentes, quer se trate de instituições de direito português, filiais de grupos bancários não residentes (sujeitas à supervisão do Banco de Portugal), ou de sucursais de instituições de crédito com sede no estrangeiro. A distinção entre instituições domésticas e não domésticas fundamenta-se no facto de o financiamento obtido no exterior por estas instituições (não domésticas) ser tipicamente assegurado por entidades com as quais têm relações de grupo (o que torna menos relevantes o tipo e a maturidade do financiamento), ao contrário do que sucede com as instituições domésticas.



ARTIGOS

Cálculo do Produto Potencial e do Hiato do Produto para a Economia Portuguesa

O Esgotamento do Modelo Económico Baseado em Baixos Salários

Custos de uma União Monetária

Estimação do Prémio de Risco *Forward* das Taxas de Juro de Curto Prazo Com Base em Resultados de *Surveys*

CÁLCULO DO PRODUTO POTENCIAL E DO HIATO DO PRODUTO PARA A ECONOMIA PORTUGUESA*

*Vanda Almeida***

*Ricardo Félix***

1. INTRODUÇÃO

O Produto Interno Bruto (PIB) constitui um dos principais indicadores de bem-estar das economias desenvolvidas, sendo seguramente o mais utilizado quando se pretende avaliar a prosperidade económica de um país. No caso de Portugal, a análise deste indicador, para os anos mais recentes, aponta para um crescimento fraco da actividade económica, o qual não pode deixar de ser objecto de um estudo mais aprofundado que vá além da habitual análise da evolução conjuntural de cada uma das componentes da despesa agregada da economia. Neste artigo apresenta-se uma interpretação deste fenómeno com base na literatura sobre crescimento económico e no conceito de produto potencial, que permite caracterizar a evolução da oferta potencial da economia e identificar alguns factores estruturais que poderão ter limitado o crescimento da economia portuguesa.

Utilizando uma metodologia apropriada, o PIB pode ser decomposto numa componente com uma natureza estrutural e numa componente eminentemente conjuntural. A primeira destas componentes é comumente designada como “produto potencial”, que pode ser definido como o “nível de produto no qual os recursos existentes numa economia estão empregues na sua totalidade ou, mais realisticamente, no qual o desemprego é igual à sua taxa natural” (Mankiw, 2003 pp. 246). A segunda componente, habitualmente designada como “hiato do produto”, consiste no desvio percentual entre o PIB observado e o PIB potencial e inclui os elementos de natureza temporária, que reflectem não apenas a evolução do ciclo económico mas também flutuações de muito curto prazo.

O cálculo do produto potencial e do hiato do produto, para a economia portuguesa, permite não só avaliar a evolução do potencial de crescimento económico, como também medir o ciclo económico e identificar alterações do seu padrão de evolução. Estes indicadores têm, em geral, um papel relevante em diversos domínios da análise económica, nomeadamente no cálculo de indicadores estruturais (como, por exemplo, o saldo orçamental ajustado do efeito do ciclo económico) e na avaliação de pressões inflacionistas na economia, decorrentes de situações de excesso de procura. Adicionalmente, estes indicadores são utilizados na avaliação da consistência global das projecções macroeconómicas para a economia portuguesa.

O produto potencial não é uma variável observável, sendo calculado com base num conjunto de informação relativo a variáveis observáveis, através da utilização de técnicas que combinam a teoria macroeconómica com a estatística e a econometria. Estas técnicas são, habitualmente, agrupadas em duas categorias: os métodos estatísticos, que decompõem mecanicamente a série do PIB nas suas componentes tendencial, cíclica e errática; e os métodos estruturais, que incorporam a

* As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal. Os autores agradecem os comentários de Nuno Alves, João Amador, António Antunes, Mário Centeno, Ana Cristina Leal e José Ferreira Machado, assim como a colaboração do Grupo de Previsão do Departamento de Estudos Económicos do Banco de Portugal. Todos os erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Departamento de Estudos Económicos.

teoria económica no processo de cálculo do produto potencial. Ao contrário do que acontece com as variáveis observáveis, não é possível avaliar directamente a qualidade do valor calculado para o produto potencial com base em desvios face aos valores observados. Assim, os valores calculados para cada ano devem sempre ser interpretados não como se de valores observados se tratassem, mas antes como grandezas com uma forte probabilidade de estarem próximas dos verdadeiros níveis da variável.

Neste artigo, exploram-se alguns dos métodos mais utilizados no cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa. De entre os métodos estatísticos, implementam-se os filtros de Hodrick e Prescott (HP), Baxter e King (BK) e Christiano e Fitzgerald (CF)¹. Ao nível dos métodos de natureza estrutural, considera-se a abordagem pela função de produção em duas formulações alternativas: a função com elasticidade de substituição constante (CES)² e um seu caso particular, a função Cobb-Douglas (CD).

Este artigo encontra-se estruturado do seguinte modo: na secção 2 descrevem-se os diferentes métodos de cálculo do produto potencial; na secção 3 são discutidos os resultados decorrentes da aplicação das diferentes metodologias; na secção 4, expõem-se as principais conclusões e apontam-se possíveis direcções para estudos futuros.

2. MÉTODOS DE CÁLCULO DO PRODUTO POTENCIAL

O produto potencial é um exemplo do que na economia usualmente se designa como uma variável não observada, na medida em que mede um fenómeno que não é empiricamente observável: a quantidade de bens e serviços que uma economia pode produzir fazendo uma utilização plena dos recursos disponíveis.

A necessidade de cálculo do produto potencial levou ao desenvolvimento de diversas metodologias que combinam áreas distintas da análise económica, em particular, a teoria macroeconómica, a estatística e a econometria. Estes métodos utilizam um conjunto de informação composto por uma ou mais variáveis observáveis e permitem obter valores para o produto potencial, que reflectem quer a informação utilizada no seu cálculo, quer as propriedades impostas pela metodologia utilizada. Os métodos de cálculo do produto potencial são geralmente agrupados em duas categorias: os métodos estatísticos e os métodos estruturais, de acordo com o tipo de técnicas que utilizam e a informação que incorporam.

2.1. Métodos estatísticos

Os métodos estatísticos univariados³ consistem em procedimentos puramente mecânicos de decomposição, aplicáveis a qualquer série cronológica. A sua utilização permite identificar componentes com maior persistência, usualmente designadas por componentes tendenciais, e componentes com menor persistência, habitualmente associadas aos elementos cíclicos e erráticos.

A aplicação directa destas metodologias, à série do PIB observado, permite calcular o produto potencial, no pressuposto de que este é bem representado pela componente tendencial do PIB. Nesse caso, as restantes componentes (cíclica e errática) correspondem ao hiato do produto.

(1) Para mais detalhes ver Hodrick e Prescott (1997), Baxter e King (1999) e Christiano e Fitzgerald (1999).

(2) CES é o acrónimo em língua inglesa para elasticidade de substituição constante (Constant Elasticity of Substitution).

(3) Os métodos estatísticos podem ser agrupados em duas categorias, univariados e multivariados. Neste artigo, iremos cingir-nos apenas aos métodos univariados.

Os métodos estatísticos univariados são de interpretação directa, sendo em regra simples de implementar, permitindo calcular o produto potencial de forma prática. No entanto, este tipo de técnicas não tem um suporte na teoria macroeconómica pelo que a interpretação dos resultados obtidos é relativamente limitada, o que condiciona a sua utilização na análise económica, em particular, da oferta agregada da economia. Adicionalmente, os métodos estatísticos sofrem, em geral, de problemas no final do período amostral, obrigando a um prolongamento da série do PIB, o que constitui uma fonte adicional de incerteza para o processo de cálculo. É ainda importante referir que a sua aplicação obriga a uma correcção prévia das quebras estruturais que possam existir, em resultado de choques abruptos, uma vez que os métodos estatísticos tendem a distribuir o impacto destes choques no tempo, influenciando o cálculo do produto potencial em vários períodos e não apenas no período em que a quebra estrutural ocorre.

A aplicação de métodos univariados consiste na utilização de filtros estatísticos que decompõem a série cronológica do PIB em componentes com diferentes frequências, utilizando processos de média móvel bilateral. De entre os diversos filtros univariados disponíveis, utilizam-se neste estudo três aplicações que surgem com frequência na literatura sobre crescimento e ciclos económicos: o filtro HP e os filtros *band-pass* BK e CF.

O filtro HP calcula a componente tendência de qualquer série cronológica através de um processo de média móvel bilateral ponderada, que tem subjacente a minimização de uma função de perda quadrática. Esta função penaliza quer os desvios da série observada face à tendência calculada, quer a volatilidade da própria tendência. Formalmente, a componente tendência é obtida como resultado da minimização da seguinte função de perda:

$$\min_{y_t^T} L = \sum_{t=1}^S (y_t - y_t^T)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{S-1} (\Delta y_{t+1}^T - \Delta y_t^T)^2 \quad (1)$$

onde y_t representa o PIB observado⁴, y_t^T representa a componente tendência do PIB, S corresponde ao número de observações e λ é o parâmetro de alisamento. Note-se que a minimização da função implica a escolha de um valor para o parâmetro de alisamento, que representa a penalização imposta para flutuações bruscas do produto potencial: um valor elevado de λ determina um perfil para o produto potencial mais alisado e um hiato do produto com maior amplitude, acontecendo o inverso para valores de λ reduzidos.

O filtro HP apresenta algumas vantagens que têm levado à sua vasta utilização, nomeadamente o facto de garantir a estacionaridade do hiato do produto, como demonstrado em King e Rebelo (1993), e o facto de ser consideravelmente simples de implementar. Contudo, este método tem também algumas limitações. Em primeiro lugar, a escolha do parâmetro λ é em larga medida discricionária, não existindo um consenso quanto ao melhor valor a adoptar para diferentes frequências dos dados. Em segundo lugar, existe o já referido problema do final da amostra, comum a todos os filtros bilaterais, que determina que o peso das últimas observações disponíveis aumente à medida que se pretende estimar o valor da tendência para períodos mais próximos do final da amostra. Este tipo de efeito tem sido largamente estudado⁵ e gera resultados enviesados para os anos mais recentes, que são precisamente os de maior interesse do ponto de vista dos decisores de política económica. Uma forma comum de ultrapassar este problema é prolongar a série utilizando quer projecções publicadas, quer projecções obtidas com modelos estatísticos univariados (por exemplo, modelos ARIMA). Finalmen-

(4) As variáveis em letra minúscula representam os logaritmos das variáveis análogas em letra maiúscula.

(5) Veja-se por exemplo Giorno *et al.* (1995), Cerra e Saxena (2000) e Mohr (2005).

te, é geralmente reconhecido que se a série original do PIB for integrada, o filtro HP tende a criar ciclos espúrios, isto é, gera ciclos mesmo quando estes não estão presentes nos dados originais⁶.

Uma alternativa no contexto dos métodos estatísticos univariados é a utilização de filtros *band-pass*, que assentam na análise do espectro de frequências da série cronológica do PIB. Este tipo de metodologia permite transpor as flutuações temporais de qualquer série cronológica para uma representação no domínio da frequência. Assumindo que o ciclo económico corresponde a uma banda de frequências bem definida, o filtro *band-pass* permite isolar a informação correspondente a essa banda, extractando assim a componente cíclica da série em causa. Na prática, a série filtrada consiste numa média ponderada da série original, em que os pesos atribuídos a cada observação são determinados em função das frequências a reter. O filtro consiste num vector de pesos que é aplicado à série do PIB observado, produzindo a série correspondente à componente cíclica do produto. Formalmente, esta variável pode ser descrita pela seguinte expressão:

$$B(L)y_t = \sum_{j=-\infty}^{\infty} b_j L^j y_t \quad (2)$$

onde $B(L)$ representa o filtro, b_j corresponde ao peso atribuído a y_{t-j} , e L^j é o habitual operador de desfasamento⁷.

Os filtros BK e CF são, muito provavelmente, os dois exemplos de filtros *band-pass* mais utilizados. O filtro BK aplica uma média ponderada bilateral à série do PIB, utilizando o mesmo número de *leads* e *lags* e atribuindo o mesmo peso a observações equidistantes face ao período para o qual se pretende efectuar o cálculo da componente cíclica. Esta característica assegura que a série filtrada não tem *phase-shift*, isto é, o momento das fases altas e baixas do ciclo é consistente com o comportamento da série original do PIB observado. No entanto, implica também um custo, na medida em que a preservação da simetria do filtro obriga à perda de observações no início e no fim da amostra. Este problema é habitualmente resolvido através do prolongamento da amostra, recorrendo ao mesmo tipo de técnicas já referidas no caso do filtro HP.

O filtro CF, ao contrário do filtro BK, utiliza todas as observações da amostra pelo que, em cada período, o número de *leads* utilizados difere do número de *lags* (com excepção da observação central), tornando o filtro assimétrico. Deste modo, o filtro CF ultrapassa uma das limitações do filtro BK, a perda de observações no início e no fim da amostra, podendo no entanto gerar o fenómeno de *phase-shift* anteriormente descrito.

2.2. Métodos estruturais: a abordagem pela função de produção

Ao contrário dos métodos estatísticos, os métodos estruturais consideram a teoria económica no processo de cálculo do produto potencial e do hiato do produto, fazendo este depender de um conjunto de variáveis macroeconómicas, o que proporciona uma interpretação mais rica dos resultados obtidos. No entanto, a utilização deste tipo de métodos obriga a uma escolha do modelo mais adequado, o que condiciona os resultados e a sua interpretação. Adicionalmente, qualquer modelo consiste sempre numa simplificação da realidade, que assenta necessariamente num conjunto de pressupostos sobre a estrutura da economia, o que aumenta a incerteza em relação aos valores calculados. É de referir que os métodos estruturais necessitam de mais informação que os métodos estatísticos univariados, pelo que os resultados dependem também da qualidade desta informação, o que se pode tornar numa condicionante séria à sua utilização quando existam limitações de dados ou quando a sua

(6) Veja-se a este respeito Harvey e Jaeger (1993) ou Cogley e Nason (1995).

(7) Para qualquer variável X_t , o operador de desfasamento L^j é definido de tal forma que $L^j X_t = X_{t-j}$.

qualidade seja questionável. Em geral, os métodos estruturais estão ainda dependentes da utilização de métodos estatísticos univariados para o cálculo das componentes tendenciais de algumas variáveis determinantes no processo de cálculo, o que introduz as limitações inerentes à utilização destes métodos, anteriormente referidas .

Um dos métodos estruturais mais utilizados é a abordagem pela função de produção. Esta abordagem modela explicitamente o produto de uma economia como o resultado de uma função de produção que tem como determinantes: a quantidade disponível de cada um dos factores produtivos, a produtividade desses factores e o peso de cada um no produto. O produto potencial é calculado como o valor dessa função quando os factores de produção e as respectivas produtividades se encontram aos seus níveis de longo prazo.

A abordagem pela função de produção tem como vantagem, face a outros métodos estruturais, o facto de permitir levar a cabo exercícios de contabilidade do crescimento, que exprimem o crescimento do produto potencial em função do crescimento de cada um dos seus determinantes.

2.2.1. As funções de produção CD e CES

A função de produção sintetiza de forma simples a tecnologia utilizada no processo produtivo, isto é, o processo pelo qual os factores são combinados por forma a obter um determinado nível de produto em condições eficientes. No entanto, não existe uma função de produção universalmente aceite, pelo que ao longo dos anos diversas formas funcionais têm sido sugeridas. De entre estas, duas têm recolhido grande parte da atenção na literatura sobre modelos de crescimento económico: a função de produção CES e um caso particular desta, a função CD. Estas funções diferem quer na complexidade da sua forma funcional, quer nas restrições que impõem sobre a tecnologia subjacente à produção de bens e serviços numa economia.

A função de produção CD é, muito provavelmente, a forma funcional mais utilizada. Embora as características desta função sejam, em geral, compatíveis com os factos observados para um conjunto relativamente alargado de economias, a sua utilização deve-se sobretudo à facilidade de a calibrar para os dados de cada economia.

Considerando apenas dois factores produtivos, capital e trabalho, esta função é descrita como:

$$Y_t = A_t L_t^\alpha K_t^{1-\alpha} \text{ com } 0 < \alpha < 1 \quad (3)$$

onde A_t representa a produtividade total dos factores (PTF), K_t corresponde ao *stock* de capital, L_t à quantidade de factor trabalho e α à elasticidade do produto face à utilização do factor trabalho. Neste caso, a calibração da função de produção depende apenas de um único parâmetro estrutural (α). Esta elasticidade pode ser encontrada através do cálculo do peso médio das remunerações do trabalho no valor acrescentado, tirando partido de uma das principais hipóteses subjacentes à utilização de uma função de produção do tipo CD, a estabilidade da repartição funcional do rendimento. Deste modo, é importante tomar em consideração que a utilização desta função de produção só é legítima se a informação histórica apontar para que o peso médio das remunerações de cada um dos factores no valor acrescentado seja constante ao longo do tempo. A hipótese de manutenção da repartição funcional do rendimento implica ainda que a elasticidade de substituição entre factores, subjacente a uma função deste tipo, seja não apenas constante, mas também unitária. Esta é uma hipótese restritiva, significando que um aumento no preço relativo de um dos factores será sempre acompanhado por uma redução proporcional da utilização relativa desse factor.

A função de produção CES constitui uma forma funcional mais geral do que a função de produção CD. Neste artigo considera-se a seguinte formulação:

$$Y_t = \left[\delta (B_t L_t)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} + (1-\delta) (X_t K_t)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} \right]^{\frac{\sigma}{\sigma-1}} \text{ com } 0 < \delta < 1 \text{ e } \sigma > 0 \quad (4)$$

em que B_t e X_t representam as produtividades específicas associadas aos factores trabalho e capital, respectivamente, δ é um parâmetro de distribuição e σ é a elasticidade de substituição entre factores.

A função CES implica, em geral, que o peso da remuneração dos factores no valor acrescentado varie directa e proporcionalmente com a sua remuneração real e com o respectivo progresso técnico, o que contrasta com a constância destas variáveis, assumida pela função CD. Adicionalmente, a função CES admite que a elasticidade de substituição entre os factores é constante, mas não necessariamente unitária, ao contrário do que sucede na função CD. No caso de a elasticidade de substituição ser unitária, é possível demonstrar que a função CES corresponde a uma função CD.

Deste modo, a função CES é mais flexível que a função CD, permitindo testar a validade da formulação CD, desde que seja possível estimar a elasticidade de substituição entre factores, e ensaiar um teste estatístico sobre a estimativa da elasticidade que se obtenha. Adicionalmente, a formulação do tipo CES utilizada neste artigo contempla a existência de progresso técnico específico para cada um dos factores produtivos⁸, o que não é possível na formulação do tipo CD uma vez que estes dois termos não são identificáveis.

2.2.2. O cálculo do produto potencial e a contabilidade do crescimento

O processo de cálculo do produto potencial implica um cálculo prévio dos níveis de utilização potencial dos factores produtivos e das respectivas produtividades (sejam elas específicas como no caso CES ou agregadas como no caso CD) e uma estimativa para os parâmetros das funções de produção.

O método de cálculo dos níveis de utilização potencial dos factores é comum às funções CD e CES. Relativamente ao capital, é habitual na literatura assumir que o *stock* de capital observado é uma boa aproximação ao *stock* de capital potencial. Note-se que esta hipótese será legítima apenas quando não existam indícios de um desvio significativo face aos seus valores de equilíbrio de longo prazo. No que diz respeito ao nível de emprego potencial, este é geralmente obtido com recurso à taxa natural de desemprego e à população activa observada. Assim:

$$K_t^* = K_t \quad (5)$$

$$L_t^* = PA_t (1 - u_t^*) \quad (6)$$

em que PA_t é a população activa observada e u_t^* é uma medida da taxa natural de desemprego, sendo ambas as variáveis tomadas como exógenas.

O valor do parâmetro α da função CD pode ser calibrado, para cada economia, a partir do peso médio das remunerações do factor trabalho no valor acrescentado, para um período suficientemente longo. Conhecido o valor do parâmetro α , a produtividade total dos factores pode ser obtida com recurso ao resíduo de Solow, que resulta da inversão da função de produção em ordem a A_t :

(8) Do ponto de vista da modelação macroeconómica, a utilização de uma função de produção CES com a possibilidade de progresso técnico específico sobre o factor capital só é compatível com a existência de um estado estacionário, para o modelo, quando este progresso técnico específico é também estacionário. A este propósito veja-se Barro e Sala-i-Martin (1995).

$$A_t = \frac{Y_t}{L_t^\alpha K_t^{1-\alpha}} \quad (7)$$

Aplicando um filtro univariado a esta série⁹ é possível extrair a componente tendência do resíduo de Solow, A_t^* , que se toma como o nível potencial da produtividade total dos factores de produção. Uma vez conhecidos L_t^* , K_t^* , A_t^* e α , o produto potencial pode ser obtido a partir da função de produção:

$$Y_t^* = A_t^* (L_t^*)^\alpha (K_t^*)^{1-\alpha} \quad (8)$$

A expressão (8) é directamente utilizável no exercício de contabilidade de crescimento, uma vez que é *log-linear* nos factores produtivos. Logaritimizando e tomando a primeira diferença obtém-se:

$$\underbrace{\Delta y_t^*}_{\text{Taxa de crescimento do produto potencial}} = \underbrace{\Delta a_t^*}_{\text{Contributo da produtividade total dos factores}} + \underbrace{\alpha \Delta l_t^*}_{\text{Contributo do factor trabalho}} + \underbrace{(1-\alpha) \Delta k_t^*}_{\text{Contributo do factor capital}} \quad (9)$$

No caso da função CES, o processo de cálculo é um pouco mais complexo, na medida em que existem dois parâmetros desconhecidos e, na formulação apresentada neste artigo, se pretende estimar o contributo da produtividade específica de cada um dos factores. Resolvendo o problema da maximização do lucro com tecnologia do tipo CES obtém-se a seguinte condição de primeira ordem da procura de trabalho:

$$y_t - l_t = \sigma(w_t - p_t) + (1-\sigma)b_t - \sigma \ln \delta \quad (10)$$

A equação (10) pode ser interpretada como uma relação de longo prazo entre o produto por trabalhador, $y_t - l_t$, a remuneração real do factor trabalho, $w_t - p_t$, e a produtividade específica do factor trabalho, b_t . Deste modo, é possível considerar esta equação como uma relação de cointegração e estimar a elasticidade de substituição entre os factores, recorrendo ao método de máxima verosimilhança de Johansen¹⁰, que permite estimar os parâmetros da relação de cointegração de forma eficiente.

Note-se que a produtividade específica do factor trabalho não é conhecida, o que poderia inviabilizar o processo de cálculo. No entanto, a exemplo do que é feito em estudos semelhantes¹¹ assume-se que esta produtividade específica cresce a uma taxa aproximadamente constante ao longo do tempo. Deste modo, o seu nível pode ser relativamente bem aproximado por uma tendência linear, pelo que a relação de longo prazo a estimar será:

$$y_t - l_t = \sigma(w_t - p_t) + (1-\sigma)(\mathbb{C} + \eta^l t) - \sigma \ln \delta \quad (11)$$

onde η^l é a taxa de crescimento média da produtividade do factor trabalho, t é uma tendência determinística e \mathbb{C} é uma constante de escala desconhecida. Uma vez estimada a elasticidade de substituição, o parâmetro de distribuição e a constante de escala permanecem por identificar. No entanto, recorrendo ao facto anteriormente apresentado de que a função CES corresponde a uma função CD, no caso em que a elasticidade de substituição é unitária, calibrou-se δ recorrendo ao parâmetro equivalente na função de produção CD (isto é, o peso da remuneração do factor trabalho no valor acrescentado, α), em linha com o procedimento habitualmente utilizado na literatura. Tendo as estimativas para os parâmetros δ e σ é então possível utilizar a equação (10) para recuperar o valor da constante de escala e o nível implícito da produtividade específica do factor trabalho, B_t , através da expressão:

(9) Neste artigo, a exemplo do que é habitual na literatura, utilizou-se o filtro HP.

(10) Uma descrição detalhada do método de Johansen pode ser encontrada em Johansen (1995).

(11) Veja-se por exemplo Dimitz (2001) e Jalava (2005).

$$B_t = \left(\frac{Y_t}{L_t} \right)^{\frac{1}{1-\sigma}} \left(\delta \frac{P_t}{W_t} \right)^{\frac{\sigma}{1-\sigma}} \tag{12}$$

Finalmente, a produtividade específica do factor capital pode ser recuperada invertendo a função de produção em ordem a X_t :

$$X_t = \left(\frac{1}{1-\delta} \left(\frac{Y_t}{K_t} \right)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} - \frac{\delta}{1-\delta} \left(\frac{B_t L_t}{K_t} \right)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} \right)^{\frac{\sigma}{\sigma-1}} \tag{13}$$

A componente tendência da produtividade específica de cada um dos factores, B_t^* e X_t^* , é calculada utilizando um procedimento idêntico ao que se empregou na obtenção da componente tendência da produtividade total dos factores, isto é, aplicando um filtro estatístico univariado sobre as produtividades específicas calculadas para cada um dos factores, B_t e X_t .

Uma vez estimados os parâmetros δ e σ , os níveis de utilização potencial dos factores produtivos e os respectivos níveis tendenciais da produtividade, o produto potencial pode ser calculado recorrendo à função de produção:

$$Y_t^* = \left[\delta (B_t^* L_t^*)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} + (1-\delta) (X_t^* K_t^*)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} \right]^{\frac{\sigma}{\sigma-1}} \tag{14}$$

No caso da função CES, o exercício de contabilidade do crescimento é um pouco mais complexo do que no caso da função CD, uma vez que a função CES não é *log-linear*. Neste artigo, procedeu-se a uma linearização da função CES em torno do período $t-1$, recorrendo a uma expansão de Taylor de primeira ordem, obtendo-se:

$$\underbrace{\Delta y_t^*}_{\text{Taxa de crescimento do produto potencial}} = \underbrace{\omega_t^L \Delta b_t^*}_{\text{Contributo da produtividade específica do factor trabalho}} + \underbrace{\omega_t^L \Delta l_t^*}_{\text{Contributo do factor trabalho}} + \underbrace{\omega_t^K \Delta x_t^*}_{\text{Contributo da produtividade específica do factor capital}} + \underbrace{\omega_t^K \Delta k_t^*}_{\text{Contributo do factor capital}} \tag{15}$$

em que:

$$\omega_t^L = \frac{\delta (B_{t-1}^* L_{t-1}^*)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}}}{\delta (B_{t-1}^* L_{t-1}^*)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} + (1-\delta) (X_{t-1}^* K_{t-1}^*)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}}} \text{ e } \omega_t^K = \frac{(1-\delta) (X_{t-1}^* K_{t-1}^*)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}}}{\delta (B_{t-1}^* L_{t-1}^*)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} + (1-\delta) (X_{t-1}^* K_{t-1}^*)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}}}$$

representam os ponderadores dos factores trabalho e capital, que são variáveis no tempo.

Mais uma vez note-se que no caso em que $\sigma = 1$, temos $\omega_t^L = \delta$ e $\omega_t^K = 1 - \delta$, que correspondem exactamente aos pesos da remuneração de cada um dos factores no valor acrescentado, uma vez que o valor de δ foi calibrado utilizando o parâmetro de distribuição da função de produção CD.

3. O PRODUTO POTENCIAL E OS SEUS DETERMINANTES EM PORTUGAL

A aplicação dos métodos apresentados, a dados para a economia portuguesa, permite calcular o produto potencial e o hiato do produto. Os resultados obtidos revestem-se de grande utilidade na análise da evolução da actividade económica, permitindo, em particular, a identificação de factores relacionados com a oferta agregada da economia que poderão estar por detrás do crescimento incipiente do produto registado nos últimos anos.

3.1. Os dados para a economia portuguesa

Os dados utilizados neste artigo foram extraídos das “Séries trimestrais para a economia portuguesa” publicadas no Boletim Económico do Verão de 2006 do Banco de Portugal¹².

A série da remuneração por trabalhador foi construída com base nas remunerações dos trabalhadores por conta de outrem e na hipótese de que os trabalhadores por conta própria auferem em média uma remuneração que corresponde a 75 por cento da remuneração de um trabalhador por conta de outrem. No que respeita à taxa natural de desemprego, considerou-se que esta terá permanecido constante ao longo do período amostral, em cerca de 5.5 por cento da população activa¹³, não obstante a incerteza quanto à validade desta hipótese no período mais recente, em particular tendo em conta o recente aumento do desemprego de longa duração. A série do *stock* de capital foi construída utilizando o método de inventário permanente, assumindo-se uma taxa de depreciação ligeiramente crescente, de forma a reflectir o aumento progressivo da velocidade de obsolescência de algum tipo de bens de investimento (nomeadamente, equipamentos electrónicos e material informático). As séries do valor acrescentado e do seu deflator foram obtidas a partir do PIB a preços de mercado, deduzindo os impostos indirectos. Finalmente, a remuneração por unidade de capital utilizada foi obtida a partir da restrição de recursos e das séries anteriormente referidas:

$$R_t = \frac{P_t Y_t - W_t L_t}{K_t} \quad (16)$$

Esta medida da rendibilidade do capital é bastante imprecisa, na medida em que as estimativas quer para a remuneração por trabalhador, quer para o *stock* de capital assentam nas hipóteses anteriormente referidas, não correspondendo a valores efectivamente observados. Desta forma, todos os erros de medida relativos quer às remunerações do trabalho, quer ao *stock* de capital reflectir-se-ão directamente na medida de remuneração por unidade de capital considerada.

3.2. Métodos estatísticos

A aplicação dos métodos estatísticos univariados, descritos na secção 2.1, implica não apenas uma escolha de valores para os parâmetros de que depende cada um dos filtros, mas também que se proceda a uma extensão da série do PIB observado, por forma a evitar os problemas no final do período amostral, anteriormente descritos. Assim, a série do PIB observado foi prolongada até ao final de 2010, utilizando as projecções do Banco de Portugal publicadas no Boletim Económico do Verão,

(12) Estas séries correspondem a uma actualização das séries publicadas em Castro e Esteves (2004) e seguem a metodologia aí apresentada.

(13) Em linha com os resultados publicados em Dias, Esteves e Félix (2004).

para o período 2006-2007, e a taxa de crescimento média registada no período entre 1993 e 2005, para os anos seguintes.

No que diz respeito à escolha do parâmetro de alisamento do filtro HP, utilizou-se $\lambda = 7680$ que, de acordo com Raven e Uhlig (2002), corresponde a um valor de 30 para dados anuais, o qual é habitualmente utilizado no âmbito dos exercícios do Eurosistema¹⁴. Relativamente aos filtros *band-pass*, utilizou-se uma especificação *low-pass* que expurga a série do PIB observado de todas as flutuações com frequência inferior a 12 anos.

Os Gráficos 3.2.1 e 3.2.2 apresentam as taxas de crescimento médias do produto potencial, quer para o total do período amostral, quer para sub-períodos deste, calculadas de acordo com os métodos HP, BK e CF. Uma conclusão imediata é a de que, quando se tomam médias de períodos, as discrepâncias entre as taxas de crescimento obtidas com os diferentes métodos univariados tendem a ser diminutas. Os resultados apresentados apontam para uma taxa de crescimento média anual no período 1986-2005 de cerca de 3 por cento. No entanto, numa análise por sub-períodos, é possível constatar que esta taxa média não resulta de um perfil uniforme de crescimento do produto potencial, abarcando períodos com ritmos de crescimento consideravelmente díspares. De facto, os resultados apontam para um crescimento médio de 4 por cento na primeira metade da amostra e de apenas 2 por cento na segunda década, com uma clara diminuição da taxa de crescimento do produto potencial ao longo dos últimos 20 anos. Em particular, se atentarmos apenas nos últimos 5 anos, a taxa de crescimento do produto potencial calculada não deverá ter excedido 1.5 por cento.

O Gráfico 3.2.3 apresenta os resultados obtidos para o hiato do produto. Em termos globais, verifica-se que embora os valores pontuais não coincidam, o perfil do hiato do produto é bastante semelhante para os três métodos considerados e os pontos de viragem do ciclo económico coincidem no tempo. Os resultados sugerem que na altura da adesão de Portugal à União Europeia, em 1986, o PIB estava significativamente abaixo do seu nível potencial. Nos anos subsequentes, ter-se-ão registado crescimentos da actividade económica superiores ao crescimento do produto potencial, que determi-

Gráfico 3.2.1

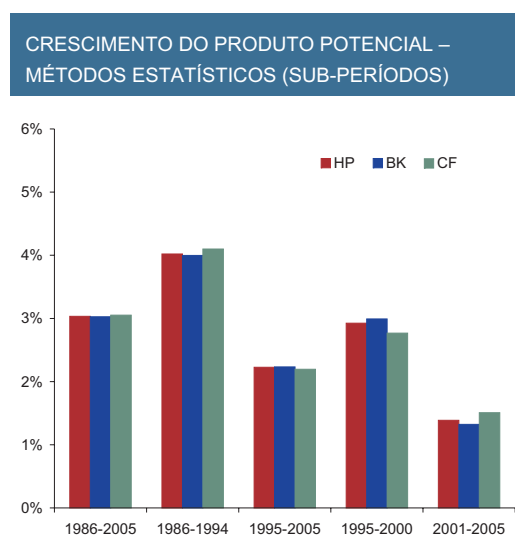
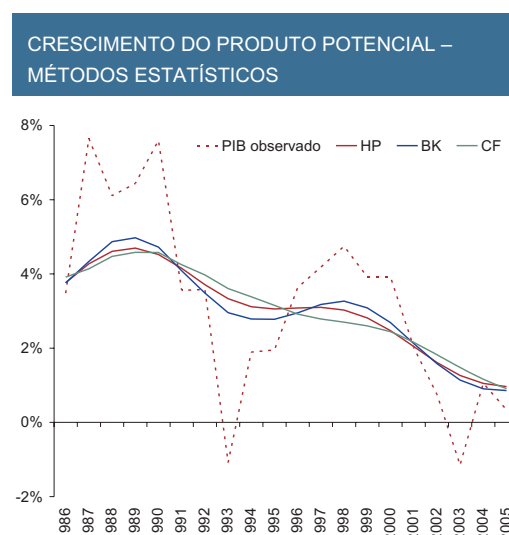
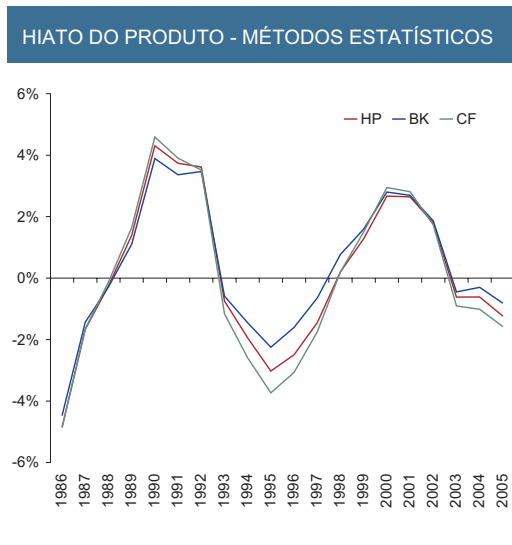


Gráfico 3.2.2



(14) Tal como referido na Secção 2, a escolha do parâmetro de alisamento do filtro HP é em larga medida discricionária. Vale a pena referir que esta escolha afecta apenas a amplitude do ciclo económico, mantendo inalterados quer o crescimento do produto potencial em cada um dos ciclos, quer os pontos de viragem de cada ciclo económico. A utilização do valor originalmente proposto em Hodrick e Prescott (1997), $\lambda = 1600$, conduziria à obtenção de ciclos económicos com uma amplitude substancialmente inferior e a um crescimento do produto potencial com maior variabilidade.

Gráfico 3.2.3



naram um hiato do produto positivo de cerca de 4 por cento em 1990. A partir deste ano, ter-se-á verificado uma redução significativa do crescimento do PIB e conseqüentemente uma diminuição do hiato do produto, que terá atingido valores próximos de zero em 1993, caindo para valores progressivamente mais negativos até 1995. Entre 1995 e 2001, a economia portuguesa voltou a experimentar taxas de crescimento da actividade económica superiores ao potencial, tendo o hiato do produto atingido cerca de 3 por cento, em 2001. Desde então, a acumulação de diversos desequilíbrios com impacto ao nível da procura têm limitado a evolução do PIB a um crescimento inferior ao potencial, determinando o fecho progressivo do hiato do produto até 2003 e o retorno a valores negativos nos anos subsequentes.

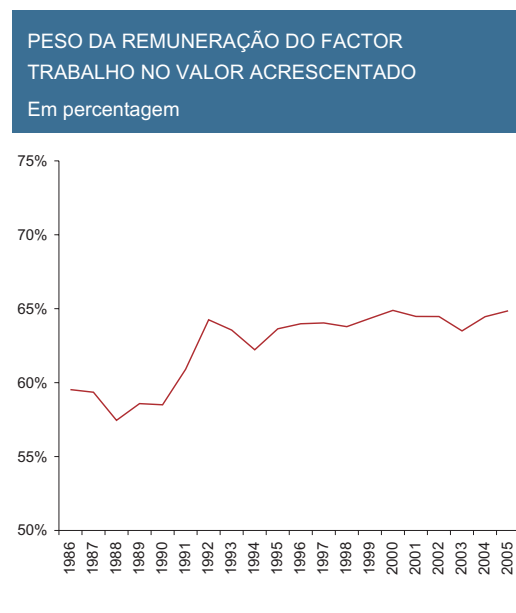
Conclui-se assim que os resultados parecem ser robustos à escolha de diferentes métodos estatísticos univariados, pelo que qualquer um deles pode ser utilizado como método representativo. Os resultados apontam para uma redução da taxa de crescimento do produto potencial em Portugal, ao longo dos últimos 20 anos, situando-se em valores entre 1 e 1.5 por cento nos últimos 5 anos.

3.3. Métodos estruturais: a abordagem pela função de produção

A abordagem pela função de produção assenta na especificação de uma função compatível com os factos estilizados evidenciados pela economia portuguesa. Um destes factos, apresentado em Kaldor (1965), é o de que o peso da remuneração de cada um dos factores produtivos no valor acrescentado é aproximadamente constante. O Gráfico 3.3.1 apresenta a evolução do peso da remuneração do trabalho no valor acrescentado desde 1986. Esta informação foi utilizada na calibração dos parâmetros α e δ das funções CD e CES, respectivamente, tendo-se considerado a média do peso das remunerações do trabalho no valor acrescentado no período 1992-2005 (64 por cento). Note-se que, embora para o período anterior a 1992 aquele peso varie, de então em diante este tem sido relativamente estável.

De forma a testar a validade da especificação CD, considerou-se uma função do tipo CES e estimou-se a elasticidade de substituição entre factores, utilizando dados trimestrais para o período amostral 1988-2005, e a metodologia descrita na secção 2.2. O resultado obtido para a elasticidade de substituição foi 0.65 com desvio-padrão de 0.06, pelo que a hipótese nula de que a elasticidade de substituição é unitária (situação em que a função CES corresponde a uma função do tipo CD) é rejei-

Gráfico 3.3.1



tada para um teste com um nível de significância de 1 por cento¹⁵. Os resultados obtidos permitem assim concluir que a hipótese de elasticidade de substituição unitária não é sustentada pelos dados, para o período considerado.

Para avaliar quer o impacto da escolha de uma função de produção CD (quando a função CES parece ser a que, de acordo com os factos identificados, melhor se adequa), quer as diferenças entre a utilização de métodos estruturais e métodos estatísticos univariados, calculou-se o produto potencial e o hiato do produto utilizando as duas funções de produção e comparou-se com os resultados obtidos utilizando o filtro HP, que se tomou como método representativo dos métodos univariados¹⁶.

Os Gráficos 3.3.2, 3.3.3 e 3.3.4 apresentam a taxa de crescimento do produto potencial e o hiato do produto calculados de acordo com o filtro HP e as duas especificações alternativas da função de produção. O resultado mais evidente é a coincidência dos resultados obtidos através da utilização das duas funções de produção. Adicionalmente, quando se comparam estes com os resultados obtidos através dos métodos estatísticos, constata-se que estes são qualitativamente idênticos, embora a amplitude do hiato do produto seja ligeiramente superior no caso do filtro HP. Os resultados apresentados no Gráfico 3.3.3 mostram ainda que a abordagem pela função de produção tende a produzir um perfil consideravelmente menos alisado do que o obtido através da utilização de métodos estatísticos univariados, uma vez que a abordagem pela função de produção, por ser um método estrutural, reflecte não só o crescimento da produtividade tendencial dos factores (que é necessariamente alisado na medida em que resulta da aplicação de filtros estatísticos univariados), mas também o crescimento dos factores de produção disponíveis, que não apresenta necessariamente um perfil alisado, reflectindo os choques sobre a oferta de factores, em particular do factor trabalho.

O Gráfico 3.3.2 apresenta uma comparação entre o crescimento médio anual do produto potencial para o período 1986-2005 e para os sub-períodos que já haviam sido utilizados no caso dos métodos univariados. Os resultados obtidos apontam para que o crescimento médio anual no período amostral completo, assim como em cada um dos sub-períodos, seja muito semelhante quer quando se compa-

(15) O resultado obtido é semelhante ao publicado em Lucas (1990) para a economia americana.

(16) A utilização do filtro HP como método representativo dos métodos univariados está em linha com o que é habitualmente feito na literatura.

Gráfico 3.3.2

CRESCIMENTO DO PRODUTO POTENCIAL –
MÉTODOS ESTRUTURAIS VS MÉTODOS
ESTATÍSTICOS (SUBPERÍODOS)

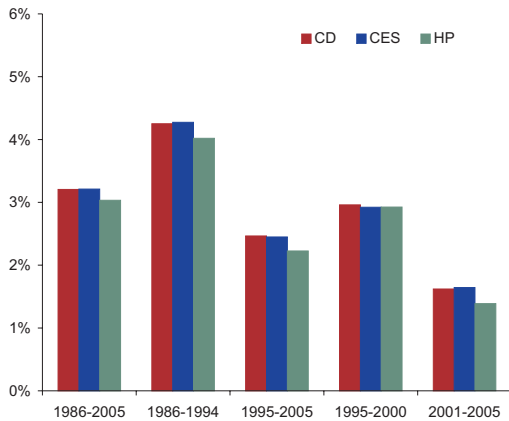
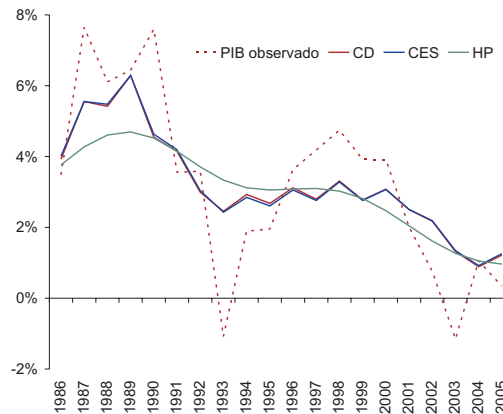


Gráfico 3.3.3

CRESCIMENTO DO PRODUTO POTENCIAL –
MÉTODOS ESTRUTURAIS VS MÉTODOS
ESTATÍSTICOS



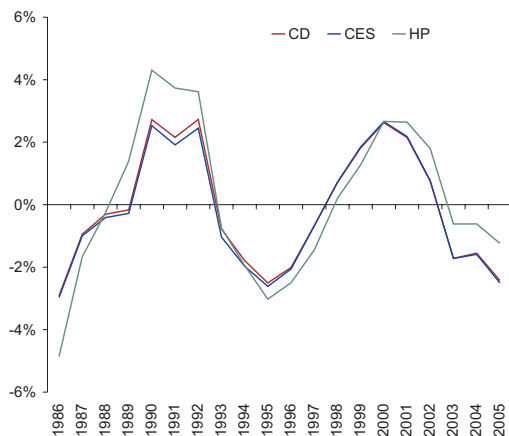
ram os resultados obtidos utilizando as funções de produção alternativas, quer quando se comparam estes com os obtidos aplicando o filtro HP.

Assim, a utilização da abordagem da função de produção vem confirmar a desaceleração do produto potencial já evidenciada pela aplicação dos filtros estatísticos univariados. Adicionalmente, ao contrário dos métodos estatísticos, os métodos estruturais permitem obter uma indicação dos factores que terão estado por detrás desta desaceleração através do exercício de contabilidade do crescimento.

No caso da função CD apenas o contributo do crescimento tendencial da produtividade total dos factores é identificável, enquanto que no caso da formulação utilizada para a função CES é possível identificar o contributo do crescimento da produtividade tendencial de cada um dos factores para o crescimento do produto potencial. Adicionalmente, refira-se que a actual formulação considera impli-

Gráfico 3.3.4

HIATO DO PRODUTO – MÉTODOS ESTRUTURAIS
VS MÉTODOS ESTATÍSTICOS



citamente uma taxa de utilização do *stock* de capital constante¹⁷ e uma manutenção do número de horas por trabalhador, pelo que reduções nestas variáveis determinam uma sobre-estimação dos serviços do factor efectivamente utilizados e uma sub-estimação da produtividade específica desse mesmo factor, na medida em que esta é obtida de forma residual. No caso do factor capital, este tipo de enviesamento tende a ser limitado uma vez que a taxa de utilização da capacidade produtiva é habitualmente uma variável estacionária. Já no caso do factor trabalho, poderá existir um enviesamento mais sensível na medida em que o número de horas por trabalhador se reduziu desde 1986. Contudo, de acordo com os dados mais recentes das Estatísticas do Mercado de Trabalho compiladas pela OCDE¹⁸, essa redução não deverá exceder os 8 por cento no período 1986-2004 pelo que uma eventual sub-estimação do crescimento da produtividade tendencial não deverá exceder 0.5 por cento em termos médio anuais. Desta forma, os resultados obtidos e a sua análise em termos qualitativos deverá ser robusta aos problemas de medida anteriormente referidos.

Os Gráficos 3.3.5 e 3.3.6 apresentam os contributos dos factores de produção e das suas produtividades para a taxa de crescimento do produto potencial. A observação dos gráficos permite concluir que o contributo da produtividade total dos factores é idêntico quer se utilize a função CD quer se utilize a função CES, pelo que o exercício de contabilidade do crescimento é robusto à escolha da função de produção. Esta conclusão aplica-se quer no que respeita à amostra completa, quer no que diz respeito a cada uma das sub-amostras.

Uma ilação que se retira directamente do exercício, para o período 1986-1994, é a de que o crescimento da produtividade dos factores e o aumento do *stock* de capital terão desempenhado um papel fundamental no processo de convergência real que se observou desde a adesão de Portugal à União Europeia¹⁹. O crescimento do factor trabalho terá tido um papel relativamente limitado, dependendo em larga medida da evolução da estrutura demográfica que se caracteriza por um progressivo envelhecimento da população.

Gráfico 3.3.5

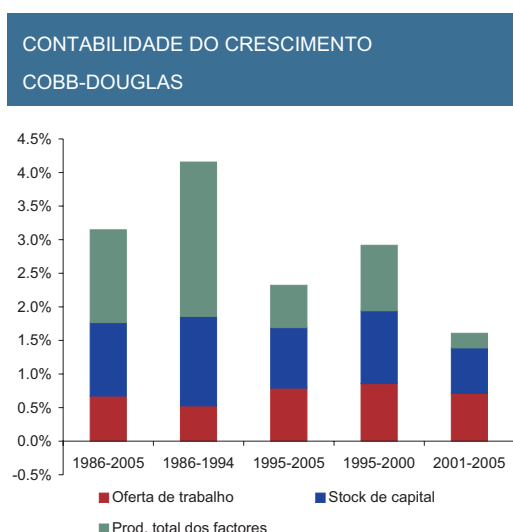
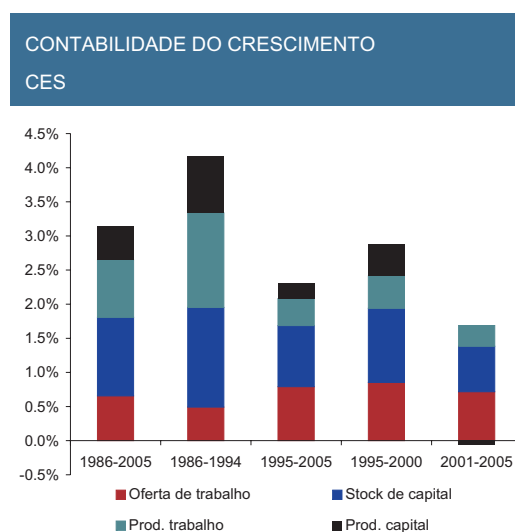


Gráfico 3.3.6



(17) Os dados disponíveis sobre a taxa de utilização da capacidade produtiva para Portugal dizem respeito apenas à indústria transformadora, não considerando, por exemplo, o sector de serviços, que representa uma parte significativa da produção.

(18) OECD (2006), "Average annual hours actually worked per worker", *Employment and Labour Market Statistics, 2006, release 01*.

(19) Este resultado corrobora os apresentados em Cavalcanti (2004).

Quando se compara o período 1986-1994 com o período 1995-2005, a redução do contributo da produtividade torna-se crucial na explicação das razões subjacentes à redução do crescimento do produto potencial, o mesmo acontecendo, ainda que em menor medida, com o contributo do factor capital. A utilização da função CES, que permite identificar o contributo da produtividade específica de cada um dos factores, aponta para que esta redução da produtividade tenha sido comum a ambos os factores produtivos.

Por fim, decompondo o período 1995-2005 em dois sub-períodos, conclui-se que a redução do crescimento do produto potencial, que se estima ter ocorrido nos últimos anos, resulta essencialmente de um menor contributo do crescimento do *stock* de capital e da produtividade associada a este factor, não obstante uma ligeira redução da produtividade associada ao factor trabalho. A redução do contributo do factor capital reflecte um comportamento distinto do investimento em cada um dos sub-períodos que não poderia deixar de se repercutir no *stock* de capital. Assim, enquanto no período 1995-2000 o investimento cresceu cerca de 8 por cento, em termos médios anuais, no período 2001-2005 terá registado uma redução média anual de cerca de 3 por cento. No que diz respeito à redução da produtividade associada ao factor capital, esta poderá reflectir uma mais rápida obsolescência do *stock* de capital instalado, na medida em que a queda do investimento pode eventualmente ter limitado a habitual substituição do capital entretanto depreciado.

A conclusão essencial a retirar da abordagem estrutural é a de que a desaceleração do produto potencial, registada nos últimos anos, reflecte essencialmente um comportamento desfavorável do investimento e o papel deste na manutenção de condições de eficiência dos factores de produção.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste artigo apresentam-se cálculos para o produto potencial e para o hiato do produto, para a economia portuguesa, de acordo com diferentes metodologias.

Os resultados obtidos são robustos à escolha da metodologia adoptada e apontam para uma redução do crescimento do produto potencial em Portugal ao longo dos últimos 20 anos, de um crescimento médio anual que terá rondado os 4 por cento, no período 1986-1994, para um crescimento médio anual próximo de 1.5 por cento, no período 2001-2005. Estes resultados estão em linha com os que têm sido publicados em documentos de trabalho quer do Banco Central Europeu quer da Comissão Europeia²⁰.

A utilização de uma metodologia de natureza estrutural como a abordagem pela função de produção permite, no entanto, ir além de uma mera descrição da desaceleração do produto potencial, apontando para factores de natureza estrutural que estarão subjacentes a esta evolução e que, em última análise, estarão na génese do fraco ritmo de crescimento económico registado nos últimos anos em Portugal. No entanto, a interpretação dos resultados obtidos deve ser cautelosa, na medida em que estes assentam num conjunto de hipóteses anteriormente explicitadas.

Os resultados apontam para que a desaceleração do produto potencial ao longo dos últimos 20 anos tenha sido largamente determinada por uma redução do contributo do *stock* de capital e da produtividade total dos factores. No período 1986-1994, o forte crescimento do produto potencial terá beneficiado de um conjunto de factores muito específico. Tal como referido em Cavalcanti (2004), este período correspondeu à adesão de Portugal à União Europeia, a qual implicou um conjunto de importantes transformações, nomeadamente, o acesso a novos mercados e condições de financiamento

(20) As estimativas publicadas pelo BCE para o crescimento do produto potencial podem ser encontradas em Benalal *et al.* (2006), enquanto que as estimativas publicadas pela Comissão Europeia podem ser encontradas em Denis *et al.* (2006).

mais favoráveis para as empresas, que não terão deixado de influenciar significativamente quer a dinâmica do investimento, quer o crescimento da produtividade total dos factores. Para os anos mais recentes (2001-2005), o fraco crescimento do produto potencial reflecte um contributo limitado do *stock* de capital, em resultado da queda continuada do investimento desde o início do milénio, assim como o impacto deste na manutenção das condições de eficiência ao nível da produtividade dos factores e, em especial, do factor capital.

Este estudo deixa em aberto um conjunto de questões para investigação futura que permitirão não só aprofundar as conclusões e os resultados apresentados, como também testar a manutenção da sua validade à luz de informação que entretanto venha a ficar disponível. Desde logo parece importante considerar a possibilidade de revisitar os resultados, utilizando informação credível sobre a evolução do número de horas trabalhadas na economia em vez do número de trabalhadores ao serviço, na medida em que tal poderá alterar os resultados relativos à evolução da produtividade total dos factores obtidos com recurso à abordagem pela função de produção. Uma possível extensão dos resultados diz respeito à possibilidade de considerar factores intermédios importados (como é o caso dos bens energéticos) e avaliar o impacto de choques sobre o preço destes factores no nível de produto potencial da economia. Finalmente, a utilização de métodos que permitam combinar a abordagem pela função de produção com outras abordagens de carácter estrutural, (como por exemplo, a lei de Okun e/ou a curva de Phillips) através da utilização de métodos multivariados, permitiria testar a robustez dos resultados obtidos, considerando um conjunto de informação mais alargado.

REFERÊNCIAS

- Barro, Robert. J. e Xavier Xala-i-Martin (1995): *Economic Growth*, McGraw Hill International Editions, Economic Series.
- Baxter, Marianne e Robert King (1999): "Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series", *Review of Economics and Statistics* (81)4, 573-593.
- Benalal, Nicholai, Juan Luis Diaz del Hoyo, Beatrice Pierluigi e Nick Vidalis (2006): "Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts", *Occasional Paper Series*, n. 45, European Central Bank.
- Berndt, Ernst R. e Davis O. Wood (1975): "Engineering and Econometric Interpretations of Energy-Capital Complementarity", *The American Economic Review*, vol. 69(3), pp.342-354.
- Berndt, Ernst R. e Davis O. Wood (1975): "Technology, prices, and the derived demand for energy", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 57(3), pp.259-268.
- Castro, Gabriela e Paulo Esteves (2004): "Séries trimestrais para a economia portuguesa: 1977-2003", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Junho 2004.
- Cavalcanti, Tiago V. (2004): "Business Cycle and level accounting: the case of Portugal", in comunicações da conferência *Desenvolvimento Económico Português no Espaço Europeu*, Março 2004, Banco de Portugal.
- Cerra, Valerie e Sweta Chaman Saxena (2000): "Alternative methods of estimating potential output and the output gap: an application to Sweden", *Working Paper* no. 59, International Monetary Fund.
- Christiano, Lawrence e Terry Fitzgerald (1999): "The band pass filter", *Working Paper* 9906, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Cogley, Timothy e James M. Nason (1995): "Effects of the Hodrick-Prescott filter on trend and difference stationary time series Implications for business cycle research", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Elsevier, vol. 19(1-2), pages 253-278.
- Denis, Cécile, Daniel Grenouilleau, Kieran Mc Morrow e Werner Röger (2006): "Calculating potential growth rates and output gaps - A revised production function approach", *European Economy, Economic Papers*, n.247, March 2006, European Commission, Brussels.
- Dias, Francisco, Paulo Esteves e Ricardo Félix (2004): "Uma nova avaliação das estimativas da NAIRU para a economia portuguesa", *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Junho 2004.
- Dimitz, Maria A. (2001): "Output-gaps and technological progress in European Monetary Union", *Discussion Paper* 20-2001, Bank of Finland.
- Giorno, Claude, Pete Richardson, Deborah Roseveare e Paul van den Noord (1995): "Potential output, output gaps, and structural budget balances", *Economic studies* no.24, Organization for Economic Co-operation and Development.
- Harvey, A. C. e Jaeger, A. (1993): "Detrending, Stylized Facts and the Business Cycle", *Journal of Applied Econometrics*, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 8(3), pages 231-47, July-Sept.
- Hodrick, R. J. e E. C. Prescott (1997): "Postwar U.S. business cycles: An empirical investigation", *Journal of Money Credit and Banking* 29, 1-16.

- Jalava, Jukka, Matti Pohjola, Antti Ripatti e Jouko Vilmunen (2005): "Biased Technical Change and Capital-labour Substitution in Finland, 1902-2003", *EU KLEMS Working Paper Series 4*, EU KLEMS Project.
- Johansen, Soren (1995): "Identifying restrictions of linear equations with applications to simultaneous equations and cointegration", *Journal of Econometrics*, Elsevier, vol. 69(1), pages 111-132, September.
- King, Robert G. e Sérgio T. Rebelo (1993): "Transitional Dynamics and Economic Growth in the Neoclassical Model", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 83(4), pages 908-31, September.
- Lucas, Robert E. (1990): "Supply-Side Economics: An Analytical Review", *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 42(2), pages 293-316, April.
- Mankiw, N. Gregory (2003): *Macroeconomics*, Worth Publishers, 5th edition.
- Mohr, Matthias (2005): "A trend-cycle (-season) filter", *Working Paper Series*, no. 499, European Central Bank.
- Raven, Morten O. e Harald Uhlig (2002): "On adjusting the Hodrick-Prescott filter for the frequency of observations", *Review of Economics and Statistics* (84)2, May 2002, 371-380.

O ESGOTAMENTO DO MODELO ECONÓMICO BASEADO EM BAIXOS SALÁRIOS*

Pedro Portugal**

“É por não terem mercados, nem mão-de-obra tão barata como anteriormente; é por não verem prosseguir as infra-estruturas, nem receberem directivas firmes por parte do Estado; é por não acreditarem na permanência e viabilidade da actual política económica - é por tudo isto que os empresários portugueses deixaram de investir e de fazer projectos, lançando a economia nacional na incerteza e na decadência. Recessão conjuntural? Não: profunda e difícil exigência de mutação das estruturas e do sistema económico-político-social.”

“De modo que uma análise científica que tivesse sido feita por volta de 1960 permitiria prever, em prazo de certo modo ainda longínquo, o esgotamento do processo e do modelo de desenvolvimento português.”

Para Onde Vai a Economia Portuguesa?

Francisco Pereira de Moura (1969).

1. INTRODUÇÃO

Em Portugal, parece ter-se difundido, como certa, a ideia de que se “esgotou o modelo de desenvolvimento económico baseado em salários baixos”. A proposição pressupõe que pairou sobre a economia portuguesa um modelo de desenvolvimento económico; que esse modelo assentou no pagamento de salários baixos; e que, inexoravelmente, o dito modelo se esgotou. O bom acolhimento generalizado desta concepção parece residir na simplicidade do raciocínio de que a um modelo de salários baixos só pode suceder, evidentemente, um modelo de salários altos.

O esgotamento do modelo de salários baixos é, porém, uma daquelas noções do senso comum que não tem correspondência na análise económica. De facto, parece sobretudo fazer eco das concepções filosóficas derivadas da dialéctica de Hegel que antevêm nas entranhas de cada nova sociedade as contradições que as hão-de levar ao seu inevitável fim.

Os modelos económicos são construções abstractas muito úteis que ajudam a perceber, de forma simplificada, os mecanismos essenciais do comportamento dos agentes económicos. Neste sentido, ao contrário de – por exemplo – um modelo de sapatos, os modelos económicos não têm existência “real”. É muito duvidoso que se possa, com propriedade, classificar de modelo económico a esta confusão em torno do “esgotamento dos salários baixos”.

Quando se sugere a existência de salários baixos, a questão que emerge é obviamente: baixos em relação a quê? Para um economista do trabalho a noção de salário baixo (ou alto) é muito precisa. Em termos microeconómicos, o salário é baixo se inferior ao valor da produtividade marginal e alto se su-

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal. Este texto beneficiou dos comentários e sugestões de Nuno Alves, Anabela Carneiro, Mário Centeno, Pedro Martins, José António Ferreira Machado e Ricardo Mourinho.

** Departamento de Estudos Económicos.

perior ao valor da produtividade marginal. O valor da produtividade marginal define, portanto, a procura de trabalho da empresa. Se o salário pago é, por regra, inferior ao do valor da produtividade marginal isso levará a situações de escassez de trabalho, um facto conhecido em Portugal pelo menos desde 1410¹. O valor da produtividade marginal representa o benefício para a empresa em recrutar (ou despedir) um trabalhador adicional e estabelece uma fronteira decisiva no processo de negociação salarial.

A determinação dos salários é, evidentemente, mais complexa do que a que deriva singelamente do equilíbrio entre procura e oferta de trabalho. As dinâmicas da procura e oferta de trabalho, contudo, afectam decisivamente a evolução dos salários. O processo de negociação salarial, envolvendo, pelo menos num primeiro nível, o confronto entre associações patronais e sindicatos, é melhor traduzido através do desenlace de um jogo não-cooperativo de um monopólio bilateral, acordando salários, níveis de emprego e, possivelmente, compensações por despedimento. Esta aproximação, e não uma avaliação normativa do que deveriam ser os salários, guiará a interpretação da investigação empírica das determinantes dos salários em Portugal apresentada de seguida.

2. A ARQUITECTURA DO SISTEMA DE NEGOCIAÇÃO SALARIAL NO MERCADO DE TRABALHO PORTUGUÊS

Em Portugal, as remunerações dos trabalhadores do sector privado da economia são condicionadas pela definição de dois patamares. O primeiro determina a remuneração mínima nacional, isto é, o salário mínimo e estabelece um chão salarial para a generalidade dos trabalhadores². O segundo patamar é determinado através da negociação entre as associações patronais e os sindicatos que convergem na definição da “tabela salarial” estabelecendo para cada categoria profissional o valor mínimo da respectiva remuneração.

A determinação das tabelas salariais, que constitui o elemento central, mas não único, das negociações, pode resultar de acordos sectoriais (os de maior prevalência), de acordos de empresa ou de acordos multi-empresa. Apesar de, legalmente, o acordo vincular somente as partes envolvidas na negociação – os trabalhadores filiados nos sindicatos e as empresas filiadas nas associações patronais – o Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social (MTSS) recorre sistematicamente ao mecanismo das portarias de extensão para alargar a todas as empresas e trabalhadores do sector a cobertura do acordo colectivo.

É muitas vezes do interesse das empresas remunerar os seus trabalhadores acima dos valores da “tabela”. A principal motivação das empresas em garantir salários mais elevados do que os salários contratados é evitar a saída de trabalhadores que por terem sido sujeitos a processos de selecção e formação, demonstraram constituir bons emparelhamentos com os respectivos postos de trabalho. Claro que a manipulação desta almofada salarial (diferença entre o salário “de contrato” e o efectivamente observado) fornece à empresa um instrumento de gestão de pessoal e uma margem de acomodação de choques negativos da procura do produto. Acontece que no mercado de trabalho português as empresas, de facto, remuneram os seus trabalhadores significativamente acima dos salários negociados na contratação colectiva³.

(1) Nas cortes de Lisboa, em Agosto de 1410, “[os participantes]...reclamam pelo facto de não haver homens do alcaide, por serem mal pagos, encontrando-se as cidades e vilas do reino mal guardadas.” in Itinerários de el-rei D. João I, de Humberto Baquero Moreno, 1988.

(2) Exceptuam-se os trabalhadores deficientes e os aprendizes.

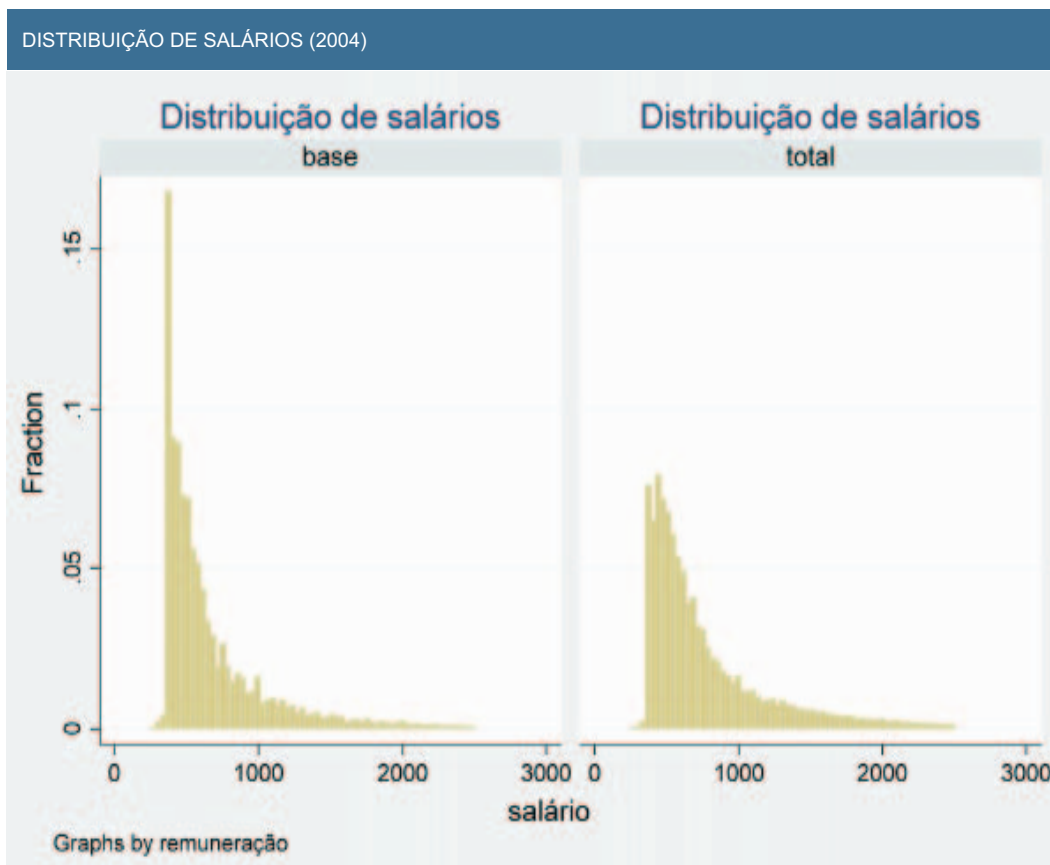
(3) De acordo com Cardoso e Portugal (2005) a almofada salarial representa entre 30 e 40 por cento do salário contratado.

3. O SALÁRIO MÍNIMO E A DISTRIBUIÇÃO DE SALÁRIOS EM PORTUGAL

Os salários mínimos foram introduzidos na legislação portuguesa em 1974, permitindo algumas situações de excepção que foram gradualmente eliminadas⁴. Em Outubro de 2004, 7,8 por cento dos trabalhadores por conta de outrem do sector privado da economia recebiam o salário mínimo. O valor do salário mínimo correspondia a cerca de 49,3 por cento da média das remunerações base e 41,5 da média das remunerações totais. É claro que o salário mínimo condiciona decisivamente a aba esquerda da distribuição de salários, não permitindo que a dispersão dos salários seja obtida à custa de uma frequência excessiva de salários muito reduzidos (Gráfico 1). A influência dos salários mínimos sobre o perfil da distribuição de salários no mercado de trabalho português faz com que a indicação de forte dispersão salarial seja gerada fundamentalmente pela aba direita da distribuição (Machado e Mata, 2005).

O efeito dos salários mínimos sobre o emprego tem sido objecto de uma incendiada polémica entre os economistas. No plano teórico, sob condições de concorrência no mercado de factores, a imposição de um salário mínimo superior ao salário de equilíbrio concorrencial leva inevitavelmente a uma perda de emprego, em especial no sector coberto pelo salário mínimo. Porém, em condições de monopós-

Gráfico 1



Fonte: Quadros de Pessoal.

(4) Por exemplo, as pequenas empresas, os jovens e as empresas agrícolas não eram abrangidos.

Quadro 1

EFEITO DA ALTERAÇÃO DO SALÁRIO MÍNIMO SOBRE A COMPOSIÇÃO DOS FLUXOS DE TRABALHADORES

	Fracção de jovens no fluxo de trabalhadores			
	Recrutamentos	Separações	Novas empresas	Encerramentos
1988	-0.037 (0.01)	-0.15 (0.01)	-0.042 (0.018)	0.05 (0.023)
1989	-0.043 (0.01)	-0.14 (0.01)	-0.041 (0.018)	0.025 (0.023)
Referência: 1986				
Número de empresas	99 608	125 397	38 138	19 203

Nota: Regressão de Poisson com efeitos aleatórios. O modelo inclui como regressores a dimensão da empresa, uma medida de concentração industrial, 7 variáveis sectoriais, uma variável que identifica as empresas as estrangeiras. Erros padrão entre parêntesis.

nio, isto é, nos casos em que o empregador detém alguma capacidade em determinar o nível de salários, é sabido que a fixação de um salário mínimo pode conduzir a um aumento do emprego⁵.

A investigação empírica acumulou um vastíssimo repositório de resultados contraditórios, por vezes suportando a indicação de perdas de emprego, noutras vezes apontando para a ausência de efeitos sobre o emprego ou até para algum ganho modesto de emprego. A generalização do salário mínimo aos jovens portugueses com menos de vinte anos foi introduzida em 1987 e permite estudar o impacto dos salários mínimos em condições quase ideais. A medida impôs um forte aumento dos salários mínimos (entre 33 e 50 por cento) que incidiu sobre um grupo seleccionado de indivíduos. O estudo detalhado da influência desta alteração legislativa sobre os fluxos brutos de trabalhadores, com base nos registos individuais dos Quadros de Pessoal, permitiu identificar dois efeitos opostos sobre, por um lado, as separações, e por outro lado, os recrutamentos, o emprego gerado por novas empresas e o emprego destruído pelas empresas encerradas (ver quadro 1) (Portugal e Cardoso, 2006). Assim, diminui a fracção de jovens nos recrutamentos efectuados quer pelas empresas novas quer pelas existentes após a extensão do salário mínimo. Aumentou, ao mesmo tempo, a proporção de jovens nas empresas que cessaram a actividade. Porém, no caso das separações, diminuiu significativamente a quota de jovens. De facto, a quebra de representação dos jovens nas separações observadas nas empresas em actividade mais do que compensou o efeito negativo sobre o emprego presente nos outros fluxos, engendrando um efeito líquido positivo sobre o emprego. Dito de forma directa, o episódio de extensão dos salários mínimos de 1987 desencadeou um aumento líquido do emprego jovem.

4. SALÁRIO CONTRATADO, ALMOFADA SALARIAL E SALÁRIO EFECTIVO

A modelização convencional do processo de negociação entre os sindicatos e as associações patronais associa frequentemente aos primeiros uma função utilidade que os faz privilegiar uma distribuição igualitária dos salários. De acordo com estas abordagens, a pulsão igualitária dos sindicatos favorecerá uma retribuição mitigada aos atributos produtivos dos trabalhadores e das empresas e uma distribuição de salários mais concentrada.

(5) Num sentido mais geral, poder-se-ão associar com o poder de monopólio as barreiras à mobilidade dos trabalhadores (por exemplo, os custos associados à procura de um novo posto de trabalho). Dito de outra maneira, qualquer mecanismo que dificulte a saída voluntária dos trabalhadores aumenta o poder negocial da empresa.

Quadro 2

Regressores	VARIÁVEL DEPENDENTE		
	Salário Contratado	Almofada Salarial	Salário Efectivo
	(A)	(B)	(A+B)
Productividade nominal (log)	0.026	0.021	0.057
Escolaridade	0.016	0.019	0.047
Idade	0.02	0.011	0.034
Quadrado da idade	-0.0002	-0.001	-0.0003
Antiguidade	0.004	0.001	0.006
Antiguidade inferior a 1 ano	-0.019	-0.024	-0.051
Género (mulher=1)	-0.109	-0.128	-0.204
Dimensão da empresa (log)	0.028	0.008	0.036
Idade da empresa	-0.0003	-0.0001	-0.0005
Taxa de rotação	0.001	0.007	0.014
Número de observações	1 134 427	1 134 427	1 134 427
R ²	0.54	0.3	0.59

Nota: Estimação por máxima verossimilhança do modelo de regressão Tobit. O modelo inclui ainda, como regressores, 5 medidas de poder sindical, 3 variáveis que identificam a extensão do acordo colectivo, 3 variáveis regionais e 17 variáveis sectoriais.

Se admitirmos que os salários contratados, isto é, as tabelas salariais acordadas através da contratação colectiva, revelam sobretudo as preferências dos sindicatos e que a almofada salarial (definida pela diferença entre o salário efectivamente auferido e o salário contratado) espelha sobretudo as políticas de remuneração definidas internamente pelas empresas, estaremos em condições de confrontar empiricamente duas preferências distintas sobre a configuração da distribuição de salários.

O estudo das determinantes dos salários contratados e da almofada salarial, utilizando a análise de regressão, permite verificar que as características dos trabalhadores têm uma influência atenuada sobre o comportamento dos salários contratados (Cardoso e Portugal, 2005). A consideração da almofada salarial, porém, amplifica de forma sensível o efeito dessas variáveis, desfazendo, pelo menos em parte, a compressão salarial favorecida pelos sindicatos (quadro 2).

Contrariando as preferências dos representantes dos trabalhadores por uma distribuição igualitária dos salários (uma diminuição do leque salarial), que de facto aparecem espelhadas na distribuição dos salários contratados, as almofadas salariais acentuam a dispersão, especialmente na aba direita da distribuição

5. PARTILHA DE RENDAS E O PAPEL DOS “INSIDERS” E DOS “OUTSIDERS” NA DETERMINAÇÃO DOS SALÁRIOS

Uma importante ramificação da literatura considera a influência de factores internos à empresa na determinação de salários. Mais uma vez, tem-se presente uma situação de concorrência monopolística que permite a geração de rendas económicas que serão objecto de partilha entre os proprietários das empresas e os seus trabalhadores, que será balizada pelo poder negocial das duas partes. Neste enquadramento teórico, fará sentido fazer depender os salários de indicadores de desempenho das empresas (lucros, produtividade, *cash-flow*, etc.).

Uma vez admitida a distinção entre factores internos e externos à empresa, uma extensão teórica especialmente reveladora explorará a distinção entre trabalhadores “*insider*” e “*outsider*”. A ideia é que o nível de salários é determinado essencialmente pelos trabalhadores empregados (chamados “*insiders*”) não deixando qualquer papel relevante aos trabalhadores não-empregados (os “*outsiders*”). A presença de custos de ajustamento do trabalho associados com a selecção, recrutamento e formação dos “*insiders*” torna custosa a sua substituição por trabalhadores desempregados com salários mais baixos. As rendas associadas à dificuldade em serem substituídos garante aos trabalhadores “*insider*” poder negocial no processos de contratação de salários.

A teoria “*insider-outsider*” de determinação de salários permite avançar uma explicação para a fixação dos salários acima do nível de equilíbrio de mercado. A insensibilidade dos salários às condições do mercado de trabalho, e em especial ao desemprego, pode levar à emergência de efeitos de “*hysteresis*” devido ao poder dos “*insiders*”. Neste caso o desemprego contemporâneo depende do desemprego passado, o que se traduz numa relação negativa entre o nível contemporâneo de salários e o nível passado de emprego.

Com base num painel de empresas com pelo menos 100 trabalhadores, gerido pelo Ministério do Trabalho e Solidariedade Social, procedeu-se à estimação de um modelo “*insider-outsider*” de determinação do salários (quadro 3) (Carneiro e Portugal, 2006a). Os resultados dessa estimação permitem concluir que a produtividade nominal exerce um impacto importante na determinação dos salários, condicionando um peso de 18 por cento para os factores internos, um valor elevado em termos internacionais.⁶ A quota de mercado também afecta os salários, sugerindo que o poder no mercado de produtos gera rendas que são também capturadas pelos trabalhadores na forma de salários mais elevados. A relação negativa entre a variação dos salários e a taxa de desemprego sugere que as forças “*outsider*” desempenham um papel importante na determinação dos salários porque afectam as opções alternativas dos parceiros negociais. Não se detectam sinais da presença de efeitos de “*hysteresis*” quando se mede o peso dos “*insiders*” através da variação do emprego dos trabalhadores com contrato permanente. Por fim, o efeito positivo sobre os salários exercido pela taxa de utilização do

Quadro 3

MODELO *INSIDER-OUTSIDER* DE DETERMINAÇÃO DOS SALÁRIOS

Variável dependente: logaritmo dos salários

Regressores	Coefficiente de Regressão	Estatística t
Salário desfasado	0.227	7.4
Produtividade nominal	0.143	6.1
Crescimento do emprego permanente	-0.096	-5.8
Quota de mercado	0.018	4.3
Emprego temporário	-0.019	-0.6
Taxa de utilização de trabalho	0.318	2.5
Taxa de despedimento	-0.022	-5.3
Taxa de desemprego	-0.123	-5.9
Número de empresas	4330	

Nota: Estimação por GMM. O modelo inclui ainda como regressores 4 categorias de escolaridade, 5 categorias de qualificação profissional e 5 “*dummies*” temporais.

(6) O valor de longo prazo do peso interno é calculado dividindo o coeficiente da produtividade nominal por um menos o coeficiente do salário desfasado.

trabalho e o efeito negativo exercido pela taxa de despedimento parece reforçar a ideia de que a ameaça de despedimento enfraquece o poder negocial dos trabalhadores, baixando os salários.

6. O RISCO DE DESPEDIMENTO E A DETERMINAÇÃO DOS SALÁRIOS

Num mercado de trabalho tão esclerótico como o português, em que a probabilidade de encontrar um posto de trabalho adequado é muito baixa, e portanto, a duração média do desemprego é muito longa, o evento de um despedimento assume um especial dramatismo (Blanchard e Portugal, 2001). Neste contexto, é possível conceber que a negociação entre os representantes dos trabalhadores e os representantes das empresas contemple o risco de sobrevivência e se estabeleça um compromisso entre o nível de salários e a probabilidade de perda do posto de trabalho associada ao encerramento da empresa. Deste modo, os salários influenciam a probabilidade de ocorrer o evento discreto terminal que reduz a zero o volume de emprego, configurando uma *fronteira probabilística de sobrevivência da empresa*. Mas, simultaneamente, a probabilidade de encerramento afecta a determinação dos salários ao longo do processo de negociação que pode conduzir, face à ocorrência de um choque negativo sobre a procura do produto, a concessões salariais. Porém, se os salários dos trabalhadores são completamente determinados pelo montante do salário mínimo nacional, o mecanismo de concessões salariais evidentemente colapsa.

No estudo de Carneiro e Portugal (2003), utilizando mais uma vez os registos individuais dos Quadros de Pessoal, estimou-se que a *quasi-elasticidade salário da procura de trabalho associada à destruição de postos de trabalho desencadeada pelo fecho da empresa seria* de 0.15, significando que uma variação exógena dos salários de 10 por cento aumentará a probabilidade de encerramento em 1,5 por cento. Por sua vez, um trabalhador que se confronte com a probabilidade média de encerramento da sua empresa (6,3 por cento) receberá, um ano antes do encerramento, um salário 6 por cento inferior ao de um trabalhador cuja empresa tenha uma probabilidade nula de encerramento. Por fim, a incidência de salários mínimos faz aumentar o risco de encerramento, uma vez que não é viável obter concessões salariais. A um aumento de 10 por cento na incidência de trabalhadores remunerados pelo salário mínimo corresponderá uma subida de 0,6 por cento na probabilidade de cessação de actividade da empresa.

Face à realização de um choque negativo que altere a fronteira probabilística de sobrevivência da empresa os trabalhadores poderão, em certas circunstâncias, fazer concessões salariais procurando reduzir o seu risco de despedimento. Em muitas situações porém o encerramento da empresa não pode ser contrariado e os seus trabalhadores incorrem em perdas salariais significativas. A perda do posto de trabalho acarreta a dissipação dos investimentos em capital humano específico à empresa, isto é, de investimentos que tornavam o trabalhador mais produtivo nessa empresa mas que não são transferíveis para outras empresas. O trabalhador perderá também o investimento efectuado na procura de um posto de trabalho adequado às suas características produtivas. A frequente utilização de esquemas de deferimento do pagamento de salários mais elevados para parte final da carreira, tendo como base a antiguidade dos trabalhadores, como forma de desincentivar comportamentos de menor empenhamento, também levará a significativas perdas monetárias. Por fim, a experiência de episódios prolongados de desemprego tenderá a causar uma maior depreciação do capital humano e/ou uma crescente estigmatização por parte dos empregadores.

Num estudo que compara a evolução dos salários dos trabalhadores despedidos devido ao encerramento das empresas com a evolução dos salários dos trabalhadores de empresas que não encerraram, e que, portanto, servem como grupo de controle, Carneiro e Portugal (2006b), utilizando os dados micro dos Quadros de Pessoal, concluem que, três anos após o encerramento, o diferencial de

salários entre o grupo de trabalhadores sujeito ao fecho da empresa e o grupo de trabalhadores que laboravam em empresas sobreviventes amplificou-se em 10 pontos percentuais para as mulheres e em 12 pontos percentuais para os homens. No caso de se verificar uma passagem pela situação de desemprego, estas perdas agravam-se 3 pontos percentuais para as mulheres e 6 pontos percentuais para os homens. O essencial das perdas salariais (40 a 46 por cento) radica na evaporação do capital humano específico à empresa. A mudança de sector de actividade também penaliza os salários dos trabalhadores reempregados significativamente (14 a 24 por cento). É identificado também um comportamento distinto entre os desempregados que obtiveram imediatamente um novo posto de trabalho e aqueles que tiveram uma passagem pela situação de desemprego. A passagem pelo desemprego contribui entre 33 e 44 por cento da perda salarial total. É possível argumentar, contudo, que as consequências mais penosas do encerramento das empresas estejam encobertas nos cerca de metade dos despedidos que, passados os três anos, se mantém ausentes dos Quadros de Pessoal e, portanto, incapazes de recuperar a situação profissional de trabalhadores por conta de outrem no sector privado da economia.

7. O COMPORTAMENTO CÍCLICO DOS SALÁRIOS REAIS

O comportamento cíclico dos salários reais tem sido objecto de uma miríade de estudos. Como reagem os salários reais às alterações da actividade económica? Ajustamentos do emprego ao longo da curva da procura agregada de trabalho desencadeiam uma reacção contra-cíclica dos salários reais. Alternativamente, a substituição intertemporal de trabalho por lazer ao longo da curva dinâmica da oferta de trabalho gerará uma sensibilidade dos salários reais em sintonia com o ciclo económico.

Parece ser consensual entre os economistas a convicção de que a utilização de dados agregados na investigação da evolução cíclica dos salários é especialmente pouco esclarecedora. De facto, o uso de indicadores agregados de salários confunde, de forma irreversível, o efeito de alterações na dispersão dos salários, na distribuição das horas trabalhadas e na composição da força de trabalho. Uma implicação adicional do emprego de dados agregados é que implicitamente se assume que a relação entre os salários reais e o ciclo económico é comum a todos os trabalhadores ou grupos de trabalhadores. A desconsideração da possibilidade de heterogeneidade na sensibilidade cíclica dos salários faz emergir problemas sérios de especificação.

Da acumulação da evidência empírica baseada em dados microeconómicos longitudinais, que permite contornar os problemas de agregação, estabeleceu-se o acordo em torno da ideia de que os salários reais apresentam um comportamento moderadamente pró-cíclico, de forma mais acentuada entre os trabalhadores que transitam entre empregos (*“movers”*), em comparação com os trabalhadores que permanecem na mesma empresa (*“stayers”*) que revelam uma reacção atenuada.

Para o mercado de trabalho português, um estudo de Carneiro e Portugal (2004) baseado nos registos individuais do Quadros de Pessoal de 1986 a 1998 permitiu concluir por uma significativa sensibilidade cíclica dos salários reais, nomeadamente, entre os trabalhadores que permanecem dois anos consecutivos na mesma empresa. É especialmente forte, contudo, a reacção dos salários reais dos trabalhadores recentemente recrutados ao ciclo económico. Pelo contrário, é fraca a sensibilidade cíclica dos trabalhadores que acabaram de se separar das empresas (quadro 4).

Quadro 4

VARIÁVEL DE PENDENTE: LOGARITMO DO SALÁRIO HORÁRIO REAL

AMOSTRA:			
Variável cíclica	Trabalhadores "Stayers"	Recrutamentos	Separações
Taxa de Desemprego	-1.16 (-9.7)	-2.08 (-16.1)	-0.6 (-2.8)
Número de observações	170 414	115 009	88 894
R ²	0.5	0.42	0.44

Nota: Esta regressão é estimada por mínimos quadrados ordinários. O modelo inclui como regressores as tendências linear e quadrática, a idade do trabalhador e o seu quadrado, a escolaridade e sete variáveis binárias que identificam os níveis de qualificação. Estatísticas *t* entre parêntesis.

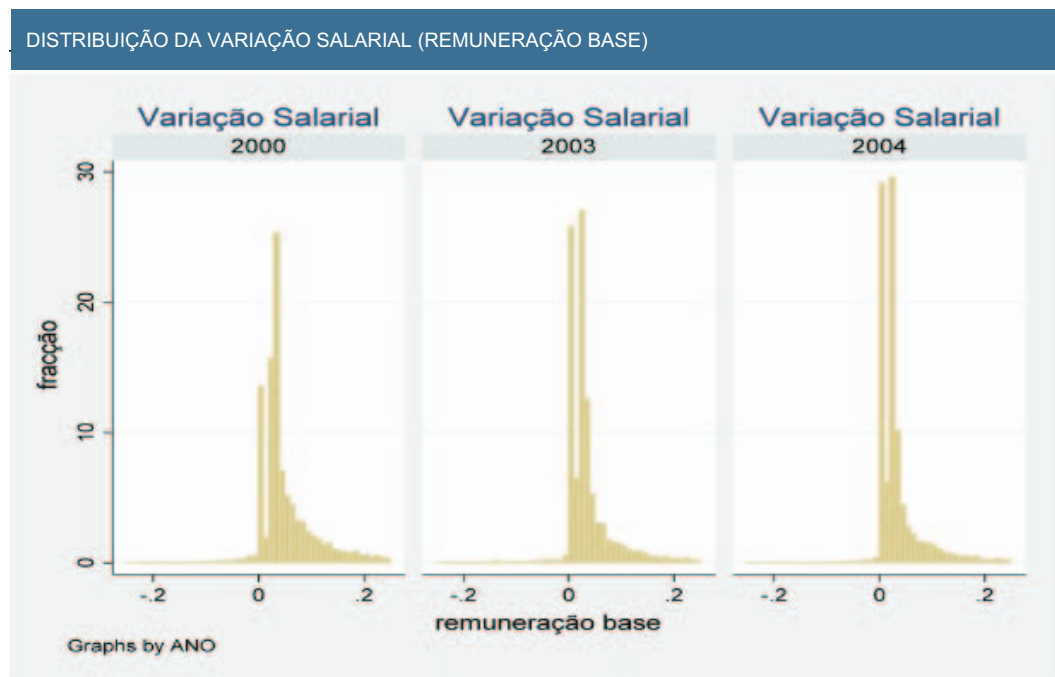
8. A DETERMINAÇÃO DOS SALÁRIOS EM REGIME DE BAIXA INFLAÇÃO (E BAIXA PRODUTIVIDADE)

A noção rigidez nominal de salários está associada com a existência de bloqueios (legais, contratuais, ou outros) à descida nominal de salários. Em Portugal, desde os anos cinquenta que aos empregadores é vedada legalmente a possibilidade de baixar as remunerações dos seus trabalhadores. Esta restrição, porém, não cria dificuldades insuperáveis às empresas enquanto a necessidade de obter concessões salariais reais não for superior à taxa de inflação. Neste caso bastará garantir que as actualizações nominais (não-negativas) de salários são inferiores à inflação para assegurar variações reais negativas. Quanto mais elevada for a taxa de inflação tanto maior será a margem de acomodação salarial das empresas. Contudo, num regime de baixa inflação, a rigidez nominal dos salários poderá impedir que as empresas se ajustem a choques negativos sobre a procura dos seus produtos através da manipulação dos salários. Esta dificuldade será tanto maior quanto menor for a dimensão da almofada salarial (diferença entre o salário efectivamente pago e o salário contratado através da negociação colectiva). Uma terceira margem de ajustamento poderá ser explorada tendo em conta a composição do ganho total, que compreende não só a remuneração base, mas também outras prestações regulares, prestações irregulares e a remuneração de horas extraordinárias.

O perfil da distribuição empírica das variações de salários, na ausência de erros de medida muito severos, permite revelar de forma convincente a presença de situações de rigidez nominal. A resistência a variações nominais negativas dos salários levará a uma rarefacção de variações salariais negativas que, não se podendo verificar, se acumularão às variações nulas de salários.

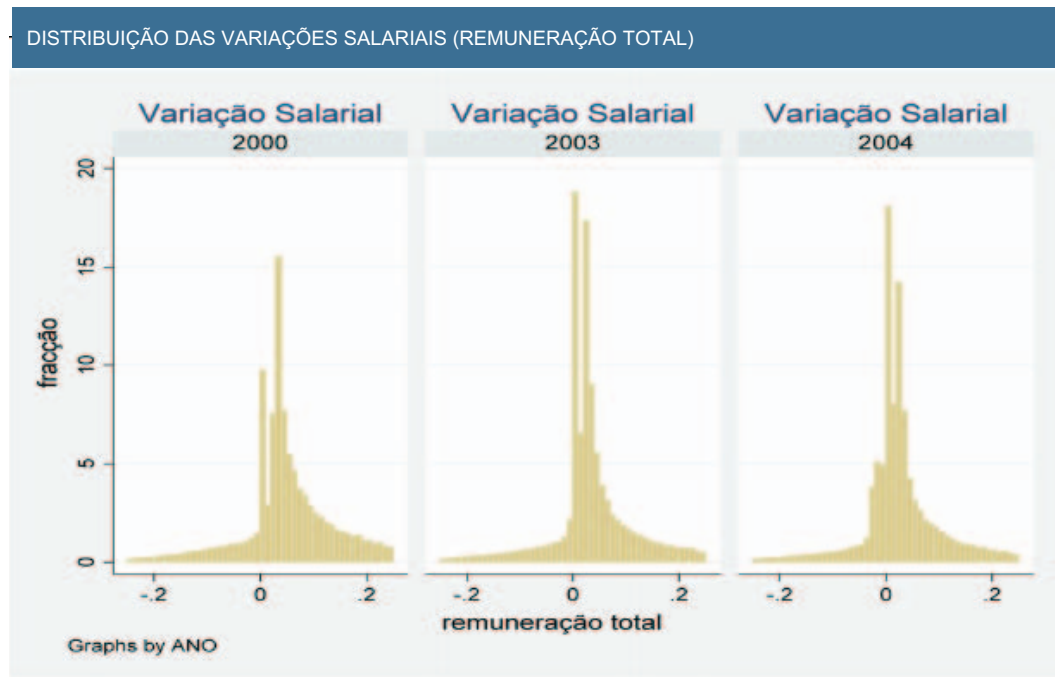
Da evolução recente das distribuição empíricas das variações de salários, obtida a partir dos registos individuais dos Quadros de Pessoal de 1999 a 2004, transparece uma quase total ausência de variações nominais negativas (medidas pelas remunerações base) e de um conspícuo ponto de massa de probabilidade para variações nulas dos salários (Gráfico 2). Especialmente revelador é o movimento no sentido de uma maior frequência de variações nulas (de 13 por cento em 1999-2000 para 28 por cento em 2003-2004) que estará associada não só a uma situação de baixa inflação mas também de muito fraco crescimento da produtividade do trabalho. Merece também ser destacada a aproximação para zero da moda da distribuição de variações salariais, que corresponderá aproximadamente à taxa de inflação esperada, acentuando ainda mais a concentração da distribuição. Por fim, é notável a verificação de que em 2004 a taxa de variação da remuneração total foi inferior à da remuneração base, indiciando o recurso por parte das empresas a um mecanismo inusual de ajustamento salarial negativo (Gráficos 3 e 4).

Gráfico 2



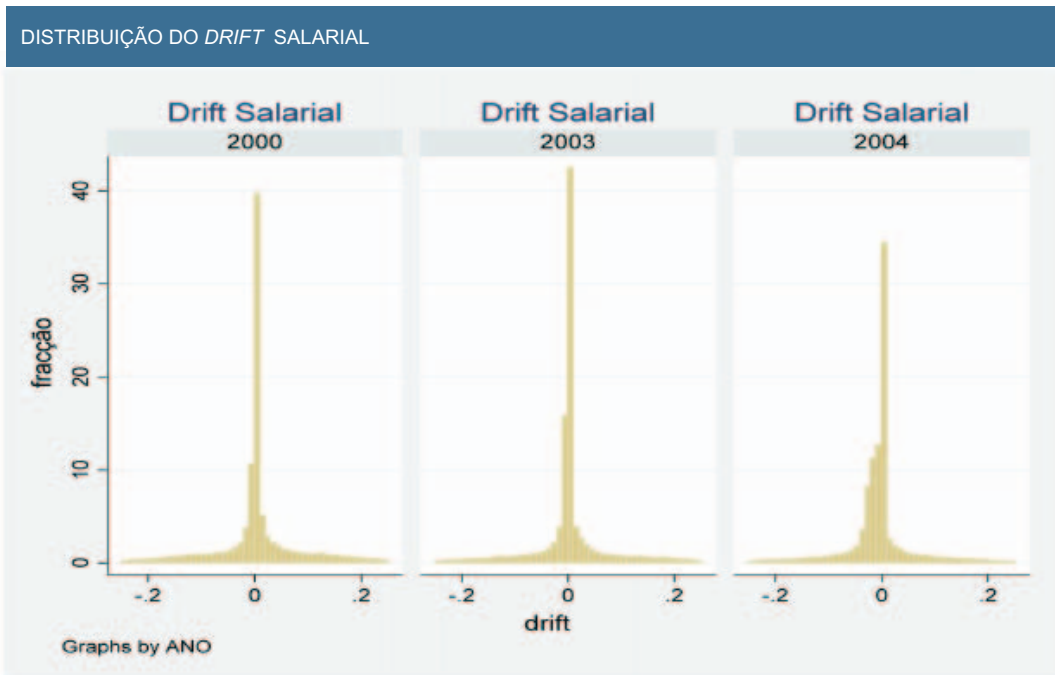
Fonte: Quadros de Pessoal.

Gráfico 3



Fonte: Quadros de Pessoal.

Gráfico 4



Fonte: Quadros de Pessoal.

9. CONCLUSÕES

Nesta análise ficou estabelecida a importância da fixação do salário mínimo no perfil da distribuição dos salários. Argumentou-se que o resultado da alteração dos salários mínimos sobre o emprego é ambíguo, e que é especialmente esclarecedora a decomposição dos seus efeitos em termos dos fluxos brutos de emprego para perceber melhor a heterogeneidade da reacção à fixação do salário mínimo.

As empresas portuguesas remuneram frequentemente os seus trabalhadores acima do salário contratado, garantindo uma almofada salarial que lhes poderá assegurar um mecanismo importante de flexibilidade salarial. A almofada salarial poderá também servir para contrariar as pulsões igualitárias exercidas sobre a distribuição de salários pelos representantes dos trabalhadores.

Na determinação dos salários contribuem quer os factores externos à empresa quer os internos. A partilha de rendas entre empregadores e trabalhadores permite atribuir, no caso português, um peso relativamente elevado aos factores internos. Num mercado de trabalho, em que a perda de um emprego constitui um sério infortúnio devido à fraca taxa de chegada de ofertas de postos de trabalho, os salários são condicionados pelo risco de despedimento, nomeadamente através do encerramento das empresas.

Entre os factores externos que condicionam a evolução dos salários em Portugal o ciclo económico desempenha um papel decisivo. Descontados os efeitos composicionais, os salários reais dos trabalhadores portugueses exibem um comportamento pró-cíclico, em especial no caso dos salários de entrada.

Portugal emerge como um caso extremo de rigidez nominal dos salários. Essa rigidez nominal radica na proibição em baixar salários inscrita no enquadramento legislativo dos contratos de trabalho. A re-

sistência à quebra de salários nominais tem uma tradução clara na distribuição empírica das variações salariais cuja evolução recente reflecte crescentemente a dificuldade das empresas em acomodar através dos salários choques negativos sobre a procura do produto.

Ao longo desta breve digressão sobre o comportamento dos salários no mercado de trabalho português em nenhuma circunstância foi sugerido qualquer sinal de que os salários seriam fixados abaixo do seu valor de equilíbrio. Se alguma indicação existe é no sentido contrário. Por um lado, na administração pública, em que a decisão salarial é definida no mercado político escapando ao confronto entre as forças da oferta e da procura, acumularam-se fortes indícios de que os salários dos funcionários públicos se cristalizaram, para iguais qualificações, em valores muita acima dos correspondentes do sector privado (Portugal e Centeno, 2001). Por outro lado, o crescimento excessivo dos salários, poderá estar a amplificar os desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa (Blanchard, 2006).

Na discussão das determinantes do salários deve ter-se presente que os contratos de trabalho são negociados *livremente* entre empregadores e empregados. A margem de negociação será balizada pelas condições de sobrevivência das empresas e pelo salário de reserva dos trabalhadores. O poder negocial das partes, que depende de vários factores, entre os quais a aversão ao risco (por exemplo, da flutuação dos rendimentos), a capacidade de infligir custos (por exemplo, através de greves) ou a assimetria da informação (por exemplo sobre o desempenho económico da empresa), determinará o desenlace do processo de negociação. Neste contexto, a aspiração pela substituição do “modelo de salários baixos” por outro modelo de desenvolvimento económico retrata a mesma frivolidade da troca de um modelo de sapatos. O debate económico seria porventura mais frutífero se, em vez da estéril contemplação do “esgotamento do modelo de desenvolvimento económico dos salários baixos”, fosse centrado no desenho mais adequado para as instituições do mercado de trabalho.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Blanchard, Olivier (2006), “*Adjustment Within the Euro: The Difficult Case of Portugal*”, *Portuguese Economic Journal*, no prelo.
- Blanchard, Olivier e Pedro Portugal (2001), “*What Hides Behind an Unemployment Rate: Comparing Portuguese and U.S. Labor Markets*”, *American Economic Review*, 91 187-207.
- Cardoso, Ana Rute e Pedro Portugal (2005), “*Contractual Wages and the Wage Cushion under Different Bargaining Settings*”, *Journal of Labor Economics*, 3, no. 4, 875-902.
- Carneiro, Anabela e Pedro Portugal (2003), “*Wages and the Risk of Displacement*”, *Working Paper* do Banco de Portugal.
- Carneiro, Anabela e Pedro Portugal (2004), “*Workers’ Accessions and Separations Real Wage Cyclicity*”, *Working Paper* do Banco de Portugal.
- Carneiro, Anabela e Pedro Portugal (2006a), “*Market Power, Dismissal Threat, and Rent Sharing: The Role of Insider Outsider Forces in Wage Bargaining*”, *International Journal of Manpower*, no prelo.
- Carneiro, Anabela e Pedro Portugal (2006b), “*Earning Losses of Displaced Workers: Evidence from a Matched Employer-Employee Dataset*”, *Working Paper* do Banco de Portugal.
- Machado, José António e José Mata (2005), “*Counterfactual decomposition of changes in wage distributions using quantile regression*”, *Journal of Applied Econometrics*, 20 no. 4 445-465.
- Moreno, Humberto Baquero (1988), *Itinerários de el-rei D. João I.*
- Moura, Francisco Pereira (1969), “*Para Onde Vai a Economia Portuguesa?*” Publicações Dom Quixote.
- Portugal, Pedro e Ana Rute Cardoso (2006), “*Disentangling the Minimum Wage Puzzle: An Analysis of Job Accessions and Separations*”, *Journal of the European Economic Association*, 4, no 5, 988-1013.
- Portugal, Pedro e Mário Centeno (2001), “*Os salários da Função Pública*”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Setembro, 91-100.

CUSTOS DE UMA UNIÃO MONETÁRIA*

*Bernardino Adão***

*Isabel Correia***

*Pedro Teles***

1. INTRODUÇÃO

Este artigo revisita a literatura das zonas monetárias óptimas, iniciada por Mundell (1961), assim como a literatura mais recente, sobre a escolha do regime cambial óptimo. A questão principal que nos propomos analisar é a de determinar custos associados a um regime de câmbios fixos, ou a uma união monetária, quando políticas de estabilização são desejáveis na economia.

A literatura sugere que quando diferentes países estão sujeitos a choques assimétricos, ou quando os mecanismos de transmissão diferem entre países, a política monetária – que devido à existência de rigidez nominal na economia pode ser usada como política de estabilização – deve reagir de forma diferente nos diferentes países. Devido a esta heterogeneidade é natural inferir que existem custos de coordenar as políticas monetárias de um grupo de países, quer através de um sistema de câmbios fixos quer através da criação de uma união monetária. A partir de Mundell (1961) a literatura conclui que estes custos são tanto maiores quanto maiores forem as assimetrias, quanto mais severa for a rigidez nominal em cada país, quanto menos completos forem os mercados internacionais de activos, quanto menor for a mobilidade internacional do factor trabalho, e, finalmente, quanto menos capacidade tiver a política fiscal para estabilizar as economias nacionais (Corsetti, 2005).

Neste artigo mostramos que, quando a política fiscal e monetária são consideradas conjuntamente e têm o mesmo grau de flexibilidade em resposta a choques, a perda de um instrumento de política monetária específico de uma economia não tem custos¹. Este resultado não depende da assimetria dos choques ou dos mecanismos de transmissão, em particular da assimetria no tipo ou no grau da rigidez nominal em cada país. Os elementos cruciais para avaliar os custos de uma política monetária única são o grau de mobilidade internacional do trabalho e a eficácia da política fiscal, mas a mobilidade do trabalho funciona em sentido oposto ao convencional. De facto, a política fiscal é capaz de eliminar os custos de uma união monetária só se o trabalho for imóvel entre países.

Estes resultados são derivados num modelo típico de dois países. Existe uma especialização completa de cada país num conjunto de bens transacionáveis. As tecnologias utilizadas na produção destes bens são as conceptualmente mais simples: o trabalho é o único factor de produção e a produtividade não depende da escala de produção. Não existe mobilidade de trabalho entre países. A moeda é utilizada pelas famílias de cada país para realizar as transacções necessárias para que, quer os bens produzidos localmente quer os bens produzidos no exterior, possam ser consumidos. O governo de cada país consome bens produzidos no seu país. As despesas realizadas em gastos públicos são financiadas por cada governo com impostos distorcionários e com as receitas da emissão monetária. Os impostos são os tradicionais: impostos proporcionais sobre o consumo e sobre o rendimento do trabalho. Há dívida pública não contingente emitida na moeda de cada país, a qual pode ser transacionada internacionalmente, e os agentes privados emitem dívida contingente que pode ser transacionada só no mercado interno de cada país.

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

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Este artigo é um sumário dos resultados desenvolvidos em Adão, Correia e Teles (2006).

2. A METODOLOGIA

Como dissemos anteriormente este artigo pretende determinar se existem custos de transitar de um regime monetário com autonomia completa por parte de cada país para um regime monetário diferente, nomeadamente uma união monetária ou um regime específico de taxas de câmbio, regimes em que a autonomia é eliminada ou muito diminuída. Estes custos existem se as escolhas do decisor (ou decisores) de política económica forem diminuídas pela mudança de regime. Esta questão é particularmente interessante quando as políticas monetárias nacionais autónomas têm um papel estabilizador devido à existência de rigidez nominal. Visto pretendermos que a resposta a esta questão seja robusta ao tipo de rigidez de preços não vamos derivar o resultado utilizando uma rigidez particular, como resultante por exemplo das empresas determinarem o preço no período anterior (*one period set-in-advance*) ou determinarem preços *à la* Calvo (1983), ou qualquer outro tipo de fixação de preços dependente do estado da economia. Como alternativa vamos determinar que condições devem ser verificadas num equilíbrio em os preços fixados pelas empresas são flexíveis e a taxa de câmbio também é flexível. Vamos verificar qual o papel desempenhado nesta economia pelos instrumentos de política fiscal e monetária. Nomeadamente vamos mostrar que existe uma forte interacção entre os vários instrumentos, quer fiscais quer monetários, e entre estes e as características da trajectória dos preços de equilíbrio. Vamos mostrar que, mesmo quando a política monetária é comum a ambos os países e os preços no produtor não reagem aos estados ou choques da economia, ou não variam ao longo do tempo, podemos obter o mesmo conjunto de afectações em equilíbrio. Se isto é assim, então numa economia com taxas de câmbio fixas e qualquer tipo de rigidez de preços, as restrições à decisão sobre os preços não serão activas quando os preços são constantes ao longo do tempo, e o decisor pode escolher no mesmo conjunto de afectações que se obtém com preços flexíveis e taxas de câmbio flexíveis.

3. O MODELO

Existem na economia dois países de dimensão idêntica, o país de referência e o outro país (denominado por *). Em cada país existe uma família representativa com preferências sobre os bens produzidos no país de referência, $C_{h,t} (C_{h,t}^*)$ sobre os bens produzidos no outro país, $C_{f,t} (C_{f,t}^*)$ e sobre as horas de trabalho no mercado, $N_t (N_t^*)$. Estas famílias procuram moeda pois ela é necessária para a realização de transações de bens de consumo.

Em cada país existe um contínuo de empresas. Cada empresa produz um bem de consumo diferenciado e perecível, unicamente com trabalho.

A política monetária e fiscal é decidida pelo governo em cada país. O consumo agregado do bem público é exógeno e deve ser financiado com impostos sobre o consumo de bens produzidos no país de referência, $\tau_{h,t} (\tau_{h,t}^*)$, impostos sobre o consumo de bens produzidos pelo outro país, $\tau_{f,t} (\tau_{f,t}^*)$, impostos sobre o rendimento do trabalho, $\tau_{N,t} (\tau_{N,t}^*)$ impostos sobre os lucros das empresas e receitas da emissão monetária.

Em cada período $t = 0, 1, \dots, T$, onde T pode ser arbitrariamente grande², a economia está sujeita a choques. No modelo particular analisado neste trabalho para o sector privado estes choques são determinados por alterações das tecnologias e das políticas.

(2) A hipótese de um horizonte finito, mesmo quando arbitrariamente grande, simplifica consideravelmente a análise e é tão razoável como a hipótese mais utilizada de horizonte infinito.

Existem mercados para os bens de consumo, para o factor trabalho, para a moeda, e para os activos financeiros, contingentes e não contingentes. O mercado de activos contingentes é segmentado entre países e, dentro de cada país, entre o sector privado e o sector público. Os bens de consumo e os activos não contingentes são transacionáveis entre agentes e entre países. O mercado de trabalho é segmentado entre países. Nesta economia em que os preços e a taxa de câmbio, ε_t , são flexíveis, consideramos que a empresa i determina o preço, $P_{h,t}(i), P_{f,t}^*(i)$, cada período com a informação contemporânea.

As condições que resultam das decisões óptimas entre consumo e poupança podem ser descritas da seguinte forma: as famílias devem ser indiferentes entre usar uma unidade monetária hoje no consumo do bem produzido no país de referência ou poupar essa unidade monetária. Se a escolha for poupar então têm duas alternativas. A primeira é comprar o activo não contingente emitido no país de referência que tem uma taxa de retorno bruta R_t . Uma segunda possibilidade é converter a unidade monetária do país de referência na moeda do outro país e comprar o activo não contingente desse país que tem uma taxa de retorno bruta R_t^* . O retorno de qualquer uma destas duas aplicações pode ser utilizado para comprar amanhã o bem produzido no país de referência. Estas condições de optimização, duas para cada família representativa, são denominadas de condições *intertemporais*.

As famílias têm ainda que decidir sobre a decomposição do consumo agregado, em consumo do bem produzido no país de referência e em consumo do bem produzido no outro país, e sobre quanto consumir *versus* quanto oferecer de trabalho. Qualquer destas regras de decisão equaliza a taxa marginal de substituição entre dois bens³ ao preço relativo destes bens pago pela família. A decisão sobre o consumo dos bens produzidos, respectivamente no país de referência e no outro país, implica que a taxa marginal de substituição entre o consumo destes dois bens equalize o seu preço relativo, i.e. os termos de troca, brutos dos impostos pagos sobre o consumo de cada bem. Na segunda decisão, de consumir *versus* oferecer trabalho, o preço relativo é o salário real, líquido do imposto pago pelo rendimento do trabalho e bruto do imposto sobre o consumo. Note que na decisão de consumir *versus* trabalhar no mercado a taxa de juro nominal, $R_t, (R_t^*)$ é um preço a adicionar ao preço cobrado pelo produtor mais o imposto sobre o consumo. Isto porque as transações de bens para consumo devem ser efectuadas com moeda e as famílias perdem o retorno dos activos não contingentes para deter moeda. Este efeito no preço relativo da taxa de juro é muitas vezes interpretada como sendo o lazer um bem crédito e o bem de consumo um bem *cash*. Estas condições de optimização, duas para cada família representativa, são denominadas de condições *intratemporais*.

As condições de *pricing* descrevem o comportamento das empresas e referem que as empresas determinam um preço como um *mark-up* sobre os custos marginais. No caso especial estudado nesta secção, em que os preços são flexíveis, o preço fixado pelas empresas com igual tecnologia é idêntico visto o *mark-up* ser constante, dada a hipótese de elasticidade de substituição constante entre bens, e o custo marginal também ser constante, visto a tecnologia ser linear no factor trabalho. Note que impomos tecnologias iguais para cada bem produzido no mesmo país. Esta hipótese implica que os choques tecnológicos, i.e. uma alteração da produtividade do trabalho, devam ser interpretados como choques sectoriais que coincidem com choques nacionais.

O objectivo desta secção é deduzir um resultado fundamental deste trabalho, que tem implicações para os equilíbrios com taxas de câmbio fixas e em que as empresas estejam sujeitas a restrições na fixação dos preços. Mostramos que para qualquer afectação de equilíbrio, $\overline{C_{h,t}}, \overline{C_{f,t}^*}, \overline{N_t}, \overline{C_{h,t}^*}, \overline{C_{f,t}^*}, \overline{N_t^*}$, da economia acima descrita, as condições que caracterizam este ambiente com taxas de câmbio flexí-

(3) A taxa marginal de substituição entre dois bens descreve o máximo de um bem que o agente económico família está disposto a prescindir para obter uma unidade adicional do outro bem.

veis e preços flexíveis podem ser verificadas com diferentes combinações de políticas e preços. Isto significa que não existe uma única forma de descentralizar⁴ uma determinada afectação. Uma combinação particular é aquela em que as taxas de câmbio estão constantes ao longo do tempo assim como os preços determinados pelos produtores.

Segue a proposição fundamental:

PROPOSIÇÃO 1:⁵ Qualquer afectação de preços e taxa e câmbio flexíveis pode ser descentralizada com uma política particular tal que os preços do produtor são constantes para todos os estados e ao longo do tempo para cada bem produzido, e a taxa de câmbio é fixa.

Proposição 1 $P_{h,t} = P_{h,0}, P_{f,t}^* = P_{f,0}^*, \varepsilon_t = \varepsilon_0 \left(e R_t = R_t^* \right)$

Se a afectação $\left\{ \overline{C_{h,t}}, \overline{C_{f,t}}, \overline{N_t}, \overline{C_{h,t}^*}, \overline{C_{f,t}^*}, \overline{N_t^*} \right\}$ é uma afectação de equilíbrio na economia acima descrita significa que existem políticas e preços que verificam cada uma das condições necessárias e suficientes na definição do equilíbrio de preços flexíveis/ taxa de câmbio flexível. Em geral estes preços e taxas de câmbio são dependentes do estado da economia e do período de tempo. Por exemplo, a taxa de câmbio pode flutuar com o estado da economia e os preços flutuarem ao longo do tempo. Em substituição da prova vamos dar a intuição possível de como a mesma afectação pode ser “suportada” por políticas diferentes uma das quais garante preços e taxas de câmbio constantes. Com este objectivo vamos verificar as condições de optimização das famílias e das empresas, assim como as condições de equilíbrio de cada mercado, para uma dada afectação e para dois conjuntos diferentes de políticas e preços, o conjunto Λ (que não é restrito) e o conjunto Θ onde os preços do produtor e as taxas de câmbio são constantes ao longo do tempo.

As condições de equilíbrio de mercado para cada bem de consumo, e para o factor trabalho em cada país, são verificadas de forma trivial visto que estamos a manter a afectação. Assim, basta verificar como cada agente continua a escolher as mesmas quantidades de bens consumidos, assim como a oferecer as mesmas horas de trabalho, e como cada empresa escolhe um preço constante ao longo do tempo, para uma taxa de câmbio fixa.

Vamos começar por verificar as condições de *pricing*. Um preço constante ao longo do tempo vai ser escolhido por cada empresa se o custo marginal for constante ao longo do tempo. No modelo descrito este custo marginal será constante se variações da produtividade forem acompanhadas por variações do salário nominal tais que o rácio entre os dois se mantenha. Como os choques de produtividade são choques nacionais o salário bruto pago pelas empresas de cada país pode acomodar estes choques.

As condições *intertemporais* das famílias em cada país implicam que $R_t = R_t^*$, quando a taxa de câmbio é fixa. Vamos considerar uma trajetória particular para esta taxa de juro comum.

Podemos verificar, utilizando as condições *intratemporais*, que as escolhas de oferta de trabalho *versus* consumo do bem produzido no país de referência podem ser idênticas se o salário real líquido de impostos sobre o trabalho, e bruto de impostos sobre o consumo (incluindo a taxa de juro), é o mesmo no conjunto Λ e no conjunto Θ . Podemos usar a taxa de imposto sobre o rendimento do trabalho para garantir que, em cada estado e período, isto é verdade. A escolha entre os dois bens de consumo agregados, os bens produzidos no país de referência e os bens produzidos no outro país, é determi-

(4) As economias que queremos estudar são economias de mercado, em que o decisor de política não pode impor aos agentes privados as afectações que escolhe. Chama-se descentralização à forma como os instrumentos de política podem ser utilizados de modo a que, conjuntamente com o restante estado da economia, determinam “sinais” que levem os agente privados a, voluntariamente, tomarem decisões que coincidem com as escolhas do decisor de política.

(5) Ver prova da proposição em Adão, Correia e Teles (2006).

nada pelos termos de troca, ainda brutos dos impostos sobre o consumo. Esta escolha será a mesma se, em cada país, a taxa de imposto sobre o consumo do bem não produzido no país de referência, se ajustar de modo a manter os termos de troca brutos de impostos entre o conjunto Λ e o conjunto Θ .

Ainda é necessário verificar se a taxa de juro comum é idêntica à taxa de juro real esperada mais a taxa de inflação esperada dos preços no consumidor. Visto estarmos a manter a taxa de juro real, devido a termos a mesma afectação, a escolha de uma taxa de juro comum e de preços constantes no produtor tem que ser ajustada, em cada país, pela taxa de imposto esperada sobre o consumo do bem produzido no país de referência. O valor desta taxa de imposto em cada estado, em cada país, vai ser escolhido de forma a que a restrição orçamental privada em cada estado não seja violada. Como o mercado de activos contingentes está segmentado, esta restrição tem que se verificar com activo nominais não contingentes. A variabilidade do imposto sobre o consumo do bem produzido no país de referência entre estados permite que o preço do consumidor seja contingente, apesar do preço do produtor ser constante ao longo do tempo. Este preço contingente, ao deflacionar os activos nominais, permite criar activos reais contingentes que vão satisfazer a restrição orçamental privada por estado e período, em cada país.

Finalmente temos que verificar a restrição orçamental do país de referência, ou a solvência deste país, que garante que os activos reais externos podem financiar o fluxo futuro de *deficits* da balança comercial, para cada estado e período. Estas condições são as que, dadas as afectações e os novos preços do produtor, determinam a trajectória da taxa de juro, a qual como já frisámos, vai ser comum aos dois países.

Este exercício pode ser repetido para cada afectação que seja um equilíbrio com preços e com taxas de câmbio flexíveis.

Mostrámos que para cada afectação de equilíbrio, $\{\overline{C_{h,t}}, \overline{C_{f,t}}, \overline{N_t}, \overline{C_{h,t}^*}, \overline{C_{f,t}^*}, \overline{N_t^*}\}$, as condições de equilíbrio podem ser satisfeitas com posições de activos, preços e políticas tais que os preços do produtor e as taxas de câmbio são constantes arbitrárias, $P_{h,t} = P_{h,0}$, $P_{f,t}^* = P_{f,0}^*$, $\varepsilon_t = \varepsilon_0$. Isto significa que todo o conjunto de afectações que pode ser descentralizado com preços e taxas de câmbio flexíveis também pode ser descentralizado com taxas de câmbio fixas e preços no produtor constantes ao longo do tempo. É importante sublinhar o papel desempenhado pelas taxas de imposto sobre o consumo no equilíbrio em que os preços no produtor e as taxas de câmbio são constantes. Em geral choques diferentes em países diferentes levam a alterações nos preços relativos. Se o preço do produtor e a taxa de câmbio estiverem constantes estas alterações nos preços relativos só podem ser conseguidas com alterações nas taxas de imposto relativas dos diferentes bens de consumo. Os impostos sobre os bens de consumo têm ainda que garantir que a inflação esperada dos preços do consumidor é consistente com a taxa de juro real e a taxa de juro nominal e, dado que a dívida pública não é contingente, deve replicar dívida real contingente. Assumimos, como é normal nesta literatura, que não existe diversificação perfeita do risco entre países, e por isso os activos contingentes não são transacionáveis. A taxa de juro nominal, que no sistema de câmbios fixos tem uma trajectória igual nos dois países, pode ter o papel de replicar os pagamentos contingentes da dívida externa. Como os impostos sobre o consumo, assim como a taxa de juro, afectam o salário real relevante para as famílias e por isso as decisões entre consumir e oferecer trabalho, o imposto sobre o rendimento do trabalho é essencial para contrariar os efeitos dos outros instrumentos de política. Os preços no produtor serem constantes e existirem choques diferenciados sobre as tecnologias usadas em cada país, levam a que os salários nominais de cada país devam responder aos choques da produtividade de modo a manter o custo marginal constante. A oferta de moeda reage também aos choques de forma diferente quando os preços e taxas de câmbio estão constantes de modo a satisfazer a função de transações da moeda. Uma taxa de câmbio fixa, que toma o valor unitário no caso de uma união monetária,

resulta numa economia em que as taxas de juro nominais são iguais entre países mas em que a moeda pode ser distribuída de forma muito assimétrica entre os mesmos países.

4. PREÇOS RÍGIDOS

A primeira implicação dos resultados da Proposição 1 é a de que um regime de taxas de câmbio fixas não restringe o conjunto possível de afectações que existe quando os preços e as taxas de câmbio são flexíveis. Este é um resultado interessante, em particular no ambiente desenvolvido neste trabalho, em que os mercados de activos são incompletos. Contudo, a questão da existência de custos num regime de câmbios fixos ou numa união monetária está tipicamente associada à existência de algum tipo de rigidez de preços, desde o argumento desenvolvido por Friedman (1953). Se as empresas estão restritas na determinação dos preços, e as taxas e câmbio são fixas, os preços relativos dos bens podem não ser suficientemente flexíveis nos diferentes países.

É particularmente surpreendente que as taxas de câmbio fixas não limitem o conjunto possível de afectações quando os preços do produtor são constantes ao longo do tempo. Podem tanto os preços no produtor como as taxas de câmbio estarem constantes ao longo do tempo sem causarem custos no desempenho da economia? Sim, enquanto as taxas de imposto puderem variar de modo a que os termos de troca, os salários reais, a inflação esperada e os activos reais puderem reagir a choques, e assim dependerem do estado e do período da economia.

Vamos agora supor que os preços de algum ou de todos os bens não podem ser escolhidos em cada estado com a informação disponível, ou seja existe rigidez nominal na formação dos preços. Vamos supor que os preços são fixados *à la Calvo* (1983)⁶, visto ser a rigidez mais utilizada actualmente na literatura. Supomos que as empresas determinam o preço na moeda do país em que se localizam. Em cada país, a partir de um preço histórico comum, em cada período com probabilidade inferior a um, cada empresa escolhe o preço de forma óptima. Esta probabilidade, que determina o grau de rigidez, pode diferir entre países. Como existe um contínuo de empresas, esta probabilidade é também a percentagem de empresas que em cada período revê o preço de forma óptima. Em geral, este processo de revisão sobreposta dos preços dá origem a diferenças ineficientes de preços entre empresas. Apesar de terem a mesma tecnologia e defrontarem a mesma curva da procura, duas empresas no mesmo país podem fixar preços diferentes. Por isso o preço relativo do bem pode ser diferente da unidade. O único caso em que isto não acontece é quando as empresas que em cada período tem hipótese de alterar o preço resolvem manter este preço. Neste caso as restrições de revisão de preço não são activas e o preço do produtor em cada país é constante ao longo do tempo. As condições de equilíbrio são idênticas às de equilíbrio com preços flexíveis e o equilíbrio idêntico àquele em que os preços do produtor são constantes.

Visto, na Proposição 1, ser possível descentralizar a mesma afectação quer com preços e taxas de câmbios que reagem ao estado quer com preços e taxas de câmbio que são constantes ao longo do tempo, podemos concluir que é possível com rigidez na fixação dos preços e taxas de câmbio fixas descentralizar o mesmo conjunto de afectações que era possível com preços e taxas de câmbio flexíveis.

(6) A determinação de preços *à la Calvo* (1983) supõe que cada empresa em cada período tem uma determinada probabilidade de rever o preço que tinha escolhido em períodos anteriores. Essa probabilidade é igual para todas as empresas e não correlacionada ao longo do tempo. Assim, a probabilidade de uma empresa receber o sinal de que hoje é a sua vez de escolher o preço não depende de há quanto tempo recebeu este mesmo sinal. A empresa vai escolher um preço que será um *mark-up* de uma soma ponderada de todos os custos marginais futuros.

Segue-se a proposição:

PROPOSIÇÃO 2: Numa economia com vários países, em que só existam mercados de activos não contingentes entre eles e os preços sejam rígidos *à la Calvo* (1983), não há custos de um regime de câmbios fixos, independentemente do grau de rigidez dos preços.

Na Proposição 1 mostrámos que o conjunto de afectações com preços e taxas de câmbio flexíveis pode ser descentralizado por políticas que geram preços constantes e taxas de câmbio fixas, iguais a quaisquer números arbitrários. Para as políticas que induzam os preços a serem idênticos aos níveis históricos dos preços iniciais das empresas que fixam preços *à la Calvo*, $P_{h,0}$ e $P_{f,0}^*$, e a taxas de câmbio iguais a qualquer constante⁷, as condições de equilíbrio com preços *à la Calvo* (1983) são exactamente iguais às que definem o equilíbrio de preços flexíveis. Esta relação estabelece que as afectações possíveis de descentralizar com preços flexíveis também o são com preços *à la Calvo* e taxas de câmbio fixas. Este conjunto é também o óptimo neste último caso, no sentido de que para qualquer outra afectação que não pertença a este conjunto, existe uma afectação no conjunto que temos estado a estudar que potencia uma melhoria de Pareto⁸.

O resultado da Proposição 2 é extensível a qualquer outra forma de rigidez, tal como preços fixos com informação anterior (*set-in-advance pricing*), preços rígidos *à la Taylor* (1980), ou custos de ajustamento à alteração de preços como em Rotemberg (1982). No caso de preços determinados com informação anterior, sejam $P_{h,0}$ e $P_{f,0}^*$ os preços iniciais exógenamente determinados e os restantes preços $P_{h,t}$ e $P_{f,t}^*$ serem determinados com k períodos de antecedência, para um k finito. A Proposição 1 implica que, introduzir estas restrições na economia de preços flexíveis, permite ainda descentralizar com taxa de câmbio fixa o conjunto de afectações de preços e taxas de câmbio flexíveis. O argumento deste conjunto dominar em termos de bem estar o conjunto possível com rigidez nominal também se aplica neste caso.

A análise foi desenvolvida pela comparação de regimes de taxas de câmbio flexíveis com regimes de taxas de câmbio fixas. Esta análise estende-se naturalmente para regimes em que os países formam uma união monetária. A taxa de juro é comum a todos os países a taxa de câmbio constante e igual a um. A oferta de moeda da união distribui-se em geral de forma assimétrica pelos vários países.

Quando descrevemos o ambiente de rigidez nominal dissemos que os preços determinados pelas empresas eram fixados na moeda do país de localização das mesmas empresas. Os resultados não seriam alterados se tivéssemos assumido que a fixação dos preços era na moeda do país que vai consumir o bem. Para o conjunto de políticas que fixam a taxa de câmbio e que determinam preços do produtor constantes, a fixação na moeda do país consumidor não teria qualquer impacto. Contrariamente aos argumentos desenvolvidos extensivamente na literatura que não permite instrumentos fiscais, neste trabalho é irrelevante a moeda em que os preços são fixados, moeda do produtor ou do consumidor.

5. MOBILIDADE DO TRABALHO

A falta de mobilidade do trabalho entre países é uma das razões invocadas na literatura de zonas monetárias óptimas para a existência de custos de uma união monetária, quando os países são diferen-

(7) No caso de uma união monetária igual à unidade.

(8) É claro que, com rigidez de preços, existem afectações que não são possíveis de descentralizar com preços flexíveis e com os instrumentos fiscais que introduzimos neste trabalho. Este é o caso quando, empresas em tudo idênticas, fixam preços diferentes. No entanto, como se demonstra em Adão, Correia e Teles (2006), o conjunto afectações de preços flexíveis domina em termos de bem estar o conjunto em que existe rigidez na determinação dos preços. Como os agentes nos diferentes países são heterogêneos, o significado de dominar em termos de bem estar é o usual, de um movimento potencial de Pareto, em que estão implicitamente supostas transferências *lump-sum*.

tes ou estão sujeitos a choques assimétricos. Um resultado do artigo que estamos a analisar é que o oposto corresponde à verdade. A imobilidade do trabalho foi utilizada na discussão efectuada até aqui e nesta secção vamos mostrar que é uma condição necessária para que não haja custos de uma união monetária, ou de um regime de câmbios fixos.

A Proposição 1 foi derivada num ambiente em que o trabalho é imóvel entre países. Esta proposição não se aplica quando existe mobilidade de trabalho. Para verificar esta afirmação vamos supor que os trabalhadores podem escolher onde trabalhar, incluindo empresas do país que não é o de residência, mas que, qualquer que seja a escolha, esses trabalhadores continuam a ser tributados e a comprar os bens de consumo no país de residência. Esta é uma forma possível de modelizar a mobilidade do trabalho. Existem formas alternativas mas o argumento aplica-se a essas alternativas da mesma forma.

Para a família residente no país de referência o trabalho total, N_t passa a ser distribuído entre trabalho no país de residência, $N_{h,t}$ e trabalho no outro país, $N_{f,t}$.

$$N_t = N_{h,t} + N_{f,t} \quad (1)$$

Da mesma forma para o outro país N_t^* é dividido entre $N_{h,t}^*$, que é o trabalho no país de referência, e $N_{f,t}^*$, que é o trabalho no outro país.

$$N_t^* = N_{h,t}^* + N_{f,t}^* \quad (2)$$

As condições de equilíbrio no mercado de bens são descritas por:

$$C_{h,t} + C_{h,t}^* + G_t = A_t [N_{h,t} + N_{h,t}^*] \quad (3)$$

$$C_{f,t} + C_{f,t}^* + G_t = A_t^* [N_{f,t} + N_{f,t}^*] \quad (4)$$

em que A_t e A_t^* representam respectivamente os níveis da produtividade no país de referência e no outro país, e por isso $A_t N_t$ ($A_t^* N_t^*$) representa a produção total no país de referência (no outro país) com preços flexíveis. As condições de optimização das famílias são idênticas às descritas para o caso em que não havia mobilidade do trabalho com excepção de haver agora uma condição adicional para cada estado e período, uma condição de arbitragem da localização do trabalho, que no exemplo apresentado iguala os salários nominais na mesma moeda:

$$W_t = \varepsilon_t W_t^* \quad (5)$$

Note que a existência de mobilidade perfeita implica uma restrição adicional ao equilíbrio por estado e por período: o salário na mesma moeda deve ser igual nos dois países. Na discussão da Proposição 1 ficou claro que existem várias políticas que descentralizam a mesma afectação de equilíbrio com preços e taxas de câmbio flexíveis. Os graus de liberdade existentes na escolha destas políticas foram utilizados para escolher uma taxa de câmbio fixa e uma trajectória de preços no produtor constantes ao longo do tempo. Estes graus de liberdade não são suficientes para garantir as restrições adicionais impostas pela mobilidade de trabalho, descritas pelas equações (5), as quais como vimos são tantas quantos os estados em cada período.

Quando existe mobilidade do trabalho, e rigidez de preços, o regime cambial é importante na determinação dos equilíbrios possíveis. Em particular, enquanto com câmbios flexíveis e rigidez de preços é possível descentralizar o conjunto de afectações de taxas de câmbio e preços flexíveis, isto não é possível num regime de câmbios fixos.

Note que quando afirmamos que com mobilidade do trabalho há custos na escolha de um regime de câmbios fixos, enquanto esses custos não existem com imobilidade do trabalho, não estamos a defender a imobilidade do trabalho. Não estamos a comparar uma economia com e sem mobilidade de trabalho, mas ambientes com e sem flexibilidade cambial, quando o trabalho é móvel ou imóvel.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Num regime de taxas de câmbio flexíveis, a política monetária de cada país pode responder aos choques de forma independente, ou seja pode responder a choques específicos de cada país ou pode responder de forma autónoma e diferente entre países a choques comuns. Em alternativa, numa união monetária existe uma única política monetária para os membros da união. Isto implica restrições na utilização dos instrumentos de política: a taxa de câmbio deve ser constante ao longo do tempo e a taxa de juro nominal deve ser idêntica entre países. Estas restrições na utilização destes instrumentos de política afectam os resultados das escolhas dos decisores de política? Dependerá a resposta a esta questão da existência de rigidez nominal nos preços?

A visão convencional é a de que existem custos associados a um regime de câmbios fixos, ou a uma união monetária, que resultam da perda de capacidade dos decisores de política utilizarem instrumentos monetários para política de estabilização. Considera-se que estes custos são tanto maiores quanto mais fortes forem as assimetrias entre os países, quanto maiores forem as assimetrias nos choques a que estão sujeitos os diferentes países ou nos diferentes mecanismos de transmissão, e quanto maior for a rigidez dos preços. Em vez de corroborar esta visão este artigo mostra que, num ambiente com rigidez nominal, o grau ou tipo de rigidez dos preços (preços fixos na moeda do consumidor ou do produtor) e o regime cambial (quer câmbios fixos quer flexíveis) são irrelevantes quando os instrumentos de política fiscal podem ser utilizados. Este é o principal resultado aqui apresentado. Mostramos ainda que uma condição necessária para que os custos numa união monetária sejam zero é a imobilidade do factor trabalho.

Uma objecção possível ao nosso trabalho, assim como a toda a literatura que usa simultaneamente instrumentos monetários e fiscais como instrumentos de política de estabilização, é a de não incorporarmos restrições de informação na escolha dos instrumentos de política, assim como não tomarmos em conta a possibilidade de falta de *commitment*. A hipótese de informação privada por parte do decisor, assim como de incapacidade de *commitment* havendo um problema de inconsistência intertemporal, pode justificar políticas que não respondam aos choques, como ficou ilustrado com os limites na taxa de inflação na análise de Athey, Atkeson and Kehoe (2005). Assim, estas considerações não são específicas aos instrumentos de política fiscal e, se for este o caso, estas considerações devem ser incluídas também na utilização potencial dos instrumentos monetários quando se discute uma alteração do regime cambial.

7. REFERÊNCIAS

- Adão, B.; Correia, I.; Teles, P., (2006), "On the Relevance of Exchange Rate Regimes for Stabilization Policy", Working Paper Nº 16, Banco de Portugal
- Athey, S.; Atkeson A.; Kehoe, P. J., (2005), "The Optimal Degree of Monetary Policy Discretion" *Econometrica* 73, 5: 1431-1476.
- Calvo, G., (1983), "Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework", *J. Monetary Econ.* 12: 383-398.

- Corsetti, G., (2005), "*Monetary Policy in Heterogeneous Currency Unions: Reflections Based on a Micro-Founded Model of Optimum Currency Areas*", Mimeo. Europ. Univ. Inst.
- Friedman, M. (1953). "*The Case for Flexible Exchange Rates*" in *Essays in Positive Economics*, Chicago, Il. Univ. of Chicago Press: 157-203.
- Mundell, Robert, (1961), "*A Theory of Optimum Currency Areas*", *Amer. Econ. Rev.*, 51: 657-675.
- Rotemberg, Julio J., (1982), "*Sticky Prices in the United States*", *J. Economic Policy*, 90: 1187-1211.
- Taylor, John, (1980), "*Aggregate Dynamics and Staggered Contracts*", *J. P. E.* 88: 1-23.

ESTIMAÇÃO DO PRÉMIO DE RISCO *FORWARD* DAS TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO COM BASE EM RESULTADOS DE *SURVEYS**

Isabel Marques Gameiro**

1. INTRODUÇÃO

As expectativas dos participantes nos mercados financeiros relativamente às taxas de juro futuras são indicadores importantes do ponto de vista do banco central. Essas expectativas são úteis na medida em que permitem avaliar se determinada decisão de política monetária surpreenderá ou não os mercados e analisar a eficácia da política de comunicação. As expectativas de mercado relativamente às taxas de juro são também utilizadas como hipóteses técnicas nas previsões macroeconómicas conduzidas regularmente pelos bancos centrais, como é o caso do Eurosistema¹.

As taxas de juro *forward*, i.e. as taxas de juro a prazo estimadas a partir da estrutura temporal das taxas de juro, são um dos indicadores mais utilizados para aferir as expectativas do mercado quanto às taxas de juro futuras. Na ausência de incerteza as taxas de juro *forward* seriam iguais às expectativas do mercado quanto às taxas de juro a vigorar no futuro. Como existe incerteza, os investidores, desde que avessos ao risco, vão requerer uma compensação adicional para se protegerem de surpresas nessas taxas. Assim, as taxas de juro *forward* incorporam um prémio de risco, denominado de prémio *forward*, constituindo indicadores imperfeitos das expectativas de taxas de juro futuras. Estes prémios não são, contudo, directamente observáveis, existindo várias abordagens para a sua estimação.

Uma abordagem amplamente utilizada consiste em comparar as taxas de juro *forward* com as taxas de juro efectivamente observadas num período longo de tempo e aproximar os prémios de risco pelas médias das diferenças observadas para cada horizonte entre as duas variáveis. Esta abordagem, denominada de “*ex-post*”, apresenta, contudo, várias limitações, designadamente porque fornece uma estimativa média e constante do prémio de risco para cada horizonte, quando na realidade o prémio de risco é variável ao longo do tempo. Outra abordagem possível consiste em estimar o prémio de risco *forward* a partir das expectativas de taxas de juro reportadas com base em inquéritos. Face às expectativas de taxas de juro extraídas a partir de instrumentos financeiros, as expectativas de taxa de juro reportadas em inquéritos poderão, em princípio, ser consideradas como medidas directas ou “puras” dessas expectativas dado que não são afectadas pelos vários prémios de risco ou por factores técnicos do mercado, uma vez que os inquiridos não tomam posições no mercado². Deste modo, a diferença entre as taxas de juro *forward* e as expectativas de taxas de juro reportadas em inquéritos poderá ser encarada como uma medida do prémio de risco *forward*. Esta abordagem tem a vantagem de ser prospectiva.

Neste trabalho apresentam-se estimativas do prémio de risco *forward* da taxa de juro a três meses da Alemanha com base nestas duas abordagens. Dadas as limitações da abordagem *ex-post*, a nota

* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade da autora e não coincidem necessariamente com as do Banco de Portugal. A autora agradece os comentários e sugestões de Marta Abreu, Sónia Costa, Paulo Esteves, Rita Lourenço e João Sousa.

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Veja-se Boletim Mensal do BCE de Junho de 2006.

(2) Note-se, contudo, que as expectativas de taxas de juro reportadas em inquéritos também podem incorporar, indirectamente, um prémio de risco *forward*, caso os inquiridos utilizem as taxas de juro *forward* do mercado monetário como referência na formação das suas expectativas.

centra-se na estimação do prémio de risco *forward* com base nas expectativas reportadas em inquiridos. A Alemanha é utilizada como proxy da área do euro, uma vez que não existem dados de inquiridos de expectativas para as taxas de juro da área do euro anteriores a Dezembro de 2002.

O artigo encontra-se estruturado da seguinte forma: na secção 2, faz-se uma breve descrição dos dados utilizados; na secção 3, apresentam-se estimativas para os prémios de risco *forward* da taxa a 3 meses da Alemanha com base na abordagem *ex-post*; na secção 4, o prémio de risco *forward* é calculado a partir das expectativas de taxas de juro a 3 meses alemãs reportadas pelo *Consensus* no período entre Janeiro de 1990 e Dezembro de 2005. As estimativas para o prémio de risco derivadas a partir das expectativas do *Consensus* sugerem uma grande variabilidade deste prémio ao longo do tempo. Assim, na secção 5, identificam-se uma série de factores macroeconómicos e financeiros que poderão influenciar o comportamento do prémio de risco e procura-se avaliar a importância destes factores na explicação do comportamento passado dos prémios de risco das taxas a 3 meses da Alemanha com base num modelo simples. Na secção 6, retiram-se algumas conclusões.

2. DADOS

As taxas de juro *forward* da taxa a 3 meses alemã foram calculadas com base na curva *spot* derivada a partir do método de Svensson (1994)³. Utilizaram-se os parâmetros de Svensson estimados pelo Bundesbank para o período entre Janeiro de 1990 e Dezembro de 2005 que são reportados ao BIS (para mais detalhes veja-se BIS (2005)).

As previsões para a taxa de juro a 3 meses da Alemanha referem-se à média das previsões do painel de inquiridos pelo *Consensus Economics*, reportados mensalmente na publicação *Consensus Forecasts*. Nesta publicação são reportadas as previsões de especialistas financeiros para aquelas taxas de juro para três e doze meses à frente. As previsões do *Consensus* são publicadas na segunda semana de cada mês, baseadas nas previsões dos inquiridos nas duas semanas anteriores.

Os dados de expectativas a um ano para a inflação e para a actividade económica para a economia alemã também foram recolhidos do *Consensus Economics* e correspondem à média ponderada das previsões mensais reportadas para estas variáveis para os anos t e $t+1$. Por exemplo, as expectativas a um ano do *Consensus* para a inflação foram calculadas da seguinte forma:

$$Inf_{i,t}^{(e)} = a_i Inf(t) + b_i Inf(t+1)$$

em que i diz respeito ao mês e t ao ano em que a previsão é reportada.

$Inf_{i,t}^{(e)}$: expectativas de inflação a um ano do *Consensus* no mês i do ano t

$Inf(t)$: previsão do *Consensus* para a inflação no ano t

$Inf(t+1)$: previsão do *Consensus* para a inflação no ano $t+1$

a_i e b_i são os ponderadores: em Janeiro $a_i = 1$ e $b_i = 0$ e ao longo do ano a_i vai-se reduzindo na razão de $1/12$ e b_i vai aumentando na mesma razão de tal forma que no mês de Dezembro $a_i = 0$ e $b_i = 1$.

Este procedimento foi também aplicado ao desvio padrão das previsões do painel do *Consensus* para a inflação e para o PIB da Alemanha, que foram utilizados como *proxies* da incerteza face às perspectivas macroeconómicas.

(3) O método de Svensson (1994) consiste na aproximação de uma curva à relação entre as taxas de juro *spot* para diferentes maturidades num determinado momento, através da estimação de uma forma funcional em que os parâmetros da função são determinados pela minimização dos desvios entre os preços teóricos das obrigações e os observados.

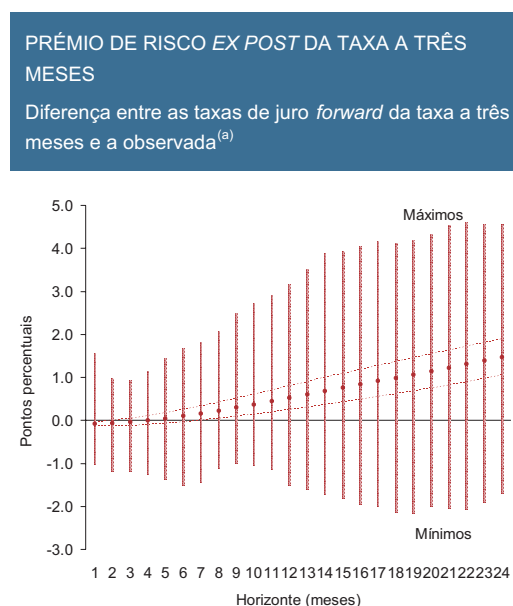
Os dados relativos à inflação observada na Alemanha foram recolhidos da *Thomson Financial Datastream* e referem-se à variação homóloga mensal do índice de preços no consumidor. As taxas de juro dos *swaps* e as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública para a Alemanha também foram recolhidos da *Thomson Financial Datastream*. Finalmente, utilizaram-se os dados da Bloomberg para a volatilidade implícita nas opções sobre futuros das taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública alemã a 10 anos.

3. PRÉMIO DE RISCO FORWARD COM BASE NA ABORDAGEM EX-POST

A abordagem *ex-post* de estimação do prémio de risco *forward* assenta na comparação das taxas de juro *forward* com as taxas de juro observadas para cada horizonte, admitindo-se que o prémio de risco corresponde à média histórica das diferenças verificadas entre essas taxas. Note-se que as diferenças entre as taxas de juro *forward* e as taxas de juro observadas poderão reflectir não apenas a existência de um prémio de risco mas também erros nas expectativas dos agentes. Contudo, se o período de tempo analisado for relativamente longo é de esperar que os erros nas expectativas dos agentes sejam, em média, próximos de zero.

O Gráfico 1 mostra que no período 1990 a 2005 se verificaram diferenças significativas, quer no sentido positivo quer negativo, entre as taxas de juro *forward* da taxa a três meses na Alemanha e as efectivamente observadas. Em média, as taxas de juro *forward* revelaram um enviesamento ascendente como previsores das taxas de juro futuras, sendo este enviesamento crescente ao longo do horizonte. Nos horizontes até seis meses o prémio de risco *forward* é virtualmente nulo, mas para horizontes superiores torna-se significativo, atingindo 0.5 e 1.5 p.p., respectivamente nos horizontes de 12 e 24 meses. Com efeito, considerando um intervalo de confiança a 95 por cento (linhas a tracejado no Gráfico 1) o enviesamento da média do prémio de risco *ex-post* para cada horizonte é estatisticamente diferente de zero para horizontes superiores a 6 meses.

Gráfico 1



Nota: (a) Os pontos assinalados no gráfico representam a média e as linhas a tracejado o intervalo de confiança a 95 por cento. Dada a elevada autocorrelação do prémio de risco *ex-post* devido à natureza *overlapping* dos dados, os intervalos de confiança foram calculados com base no desvio padrão ajustado proposto por Andrews (1991).

Este resultado é consistente com os resultados de vários trabalhos empíricos que testam a “teoria das expectativas da estrutura temporal das taxas de juro” e que apontam para que o prémio de risco implícito nas taxas de juro *forward* das taxas de juro interbancárias seja insignificante para as maturidades muito curtas tornando-se estatisticamente significativo a partir dos seis meses (Durré *et al* (2003), Cassola e Luis (2001) e Brooke *et al* (2000)).

A abordagem *ex-post* de estimação do prémio de risco *forward* apresenta, contudo, várias limitações. Por um lado, e como referido acima, os desvios médios entre as taxas de juro *forward* e as taxas observadas poderão reflectir não apenas a existência de um prémio de risco mas também erros sistemáticos nas expectativas dos agentes no período amostral. Por outro lado, esta abordagem fornece uma estimativa constante do prémio de risco para cada horizonte, o que é rejeitado pela generalidade dos estudos empíricos, que apontam para variações substanciais do prémio de risco ao longo do tempo, reflexo, por exemplo, de diferentes situações macroeconómicas ou de diferentes atitudes face ao risco por parte dos investidores⁴.

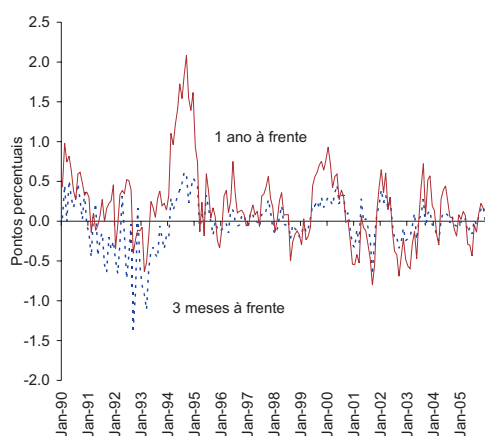
4. PRÉMIO DE RISCO FORWARD COM BASE NAS EXPECTATIVAS DE TAXAS DE JURO REPORTADAS EM INQUÉRITOS

Uma outra abordagem possível para estimar os prémios de risco *forward* consiste em comparar as taxas de juro *forward* com as expectativas para as taxas de juro reportadas em inquéritos. No Gráfico 2 apresentam-se os prémios de risco calculados como a diferença entre as taxas *forward* e as expectativas do *Consensus* nos horizontes de 3 e 12 meses para a taxa de juro a 3 meses. Para ambos os horizontes o prémio de risco revela uma grande variabilidade ao longo do tempo.

No período 1990-2005 o prémio de risco *forward* foi em média nulo no horizonte de 3 meses e cerca de 0.2 p.p. no horizonte de 1 ano, sendo neste último caso inferior em cerca de 0.3 p.p. ao estimado na abordagem *ex-post*. Durante a recessão da economia alemã em 1992-1993, o prémio de risco da

Gráfico 2

PRÉMIO DE RISCO FORWARD DA TAXA A TRÊS MESES DERIVADO A PARTIR DAS EXPECTATIVAS DO CONSENSUS



(4) Veja-se, por exemplo, Hordahl *et al* (2006).

taxa de juro a três meses verificou valores negativos significativos, em particular no horizonte de 3 meses. Em meados de 1994 o prémio de risco atingiu os valores máximos do período analisado.

Apesar do valor médio positivo, quase metade dos prémios de risco estimados apresenta valores negativos. Tal poderá sugerir que as expectativas do *Consensus* sobre-estimam frequentemente as verdadeiras expectativas do mercado. Por outro lado, segundo alguns trabalhos é frequente obter estimativas de prémio de risco negativas quando a curva de rendimentos apresenta uma inclinação negativa (Peacock (2004)).

5. MODELIZAÇÃO DO COMPORTAMENTO DO PRÉMIO DE RISCO FORWARD

A estimativa dos prémios de risco das taxas de juro *forward* com base nos resultados do *Consensus*, sugere que estes exibem uma grande variabilidade ao longo do tempo e atingem em determinados períodos uma magnitude significativa. Nesta secção procura-se modelizar o comportamento do prémio de risco *forward* ao longo do tempo recorrendo a factores macroeconómicos e financeiros que, de acordo com a literatura teórica e empírica, poderão influenciar o seu comportamento.

Inflação observada e expectativas de inflação

Vários trabalhos documentam a existência de uma ligação entre a inflação, observada e esperada, e o prémio de risco das taxas de juro *forward*⁵. Um choque de sinal positivo sobre a inflação observada e as expectativas de inflação poderá aumentar a incerteza relativamente à rendibilidade futura dos activos, pelo que será de esperar um aumento do prémio de risco das taxas de juro *forward*. Nos Gráficos 3 e 4 apresentam-se, respectivamente, a inflação observada e as expectativas do *Consensus* a 1 ano para a inflação na Alemanha no período entre Janeiro de 1990 e Dezembro de 2005.

Gráfico 3

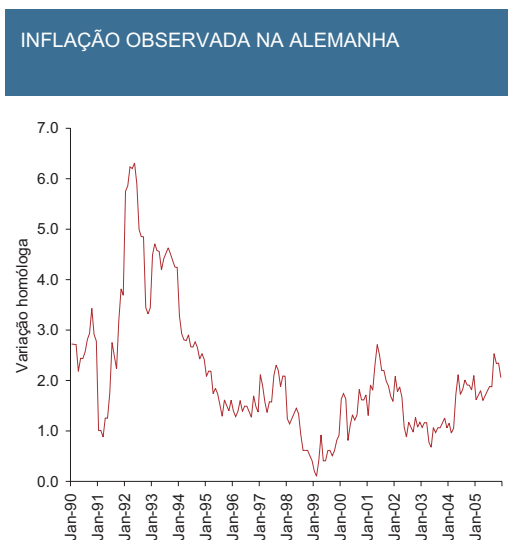
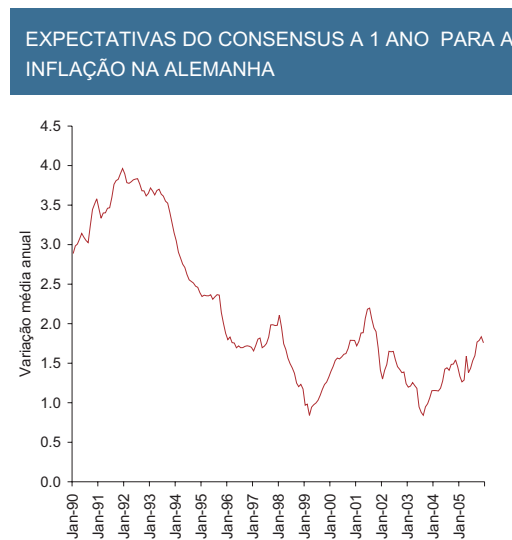


Gráfico 4



(5) Veja-se, por exemplo, Hordahl et al (2006).

Expectativas para a actividade económica

O impacto esperado da evolução das expectativas de crescimento económico sobre o prémio de risco não é claro. Por um lado, no quadro dos modelos com hábitos no consumo (“*habit formation*”), o grau de aversão ao risco dos agentes económicos é afectado pelo ciclo económico através da variação do consumo face a um determinado nível de consumo “habitual”. Estes modelos sugerem que na parte baixa do ciclo, quando o consumo é inferior ao habitual, os agentes são mais avessos ao risco e o prémio de risco tende a aumentar e vice versa⁶. Neste contexto, o prémio de risco será contra-cíclico. Por outro lado, pode argumentar-se que expectativas mais favoráveis para a actividade económica tornam mais prováveis aumentos das taxas de juro, pelo que os investidores tendem a requerer um prémio de risco superior para se protegerem face a possíveis perdas de capital. Neste caso, o prémio de risco será pró-cíclico. No Gráfico 5 apresenta-se as expectativas do *Consensus* a 1 ano para a actividade económica na Alemanha entre Janeiro de 1990 e Dezembro de 2005.

Incerteza relativamente às perspectivas macroeconómicas

Um outro factor que poderá influenciar o prémio de risco das taxas de juro *forward* diz respeito à incerteza dos agentes económicos relativamente às perspectivas macroeconómicas. Seria de esperar que um aumento da incerteza relativamente às perspectivas para a inflação e/ou para a actividade económica de determinada economia estivesse associado a um prémio de risco mais elevado. Não existe na literatura empírica um indicador óbvio da incerteza dos agentes relativamente às perspectivas macroeconómicas. Em alguns trabalhos é utilizada a volatilidade do índice de produção industrial, da inflação ou da taxa de desemprego (veja-se por exemplo Fornari e Mele (2005)). Estas medidas não têm contudo um carácter prospectivo. Neste trabalho, para medir a incerteza dos agentes relativamente às perspectivas económicas recorreu-se ao desvio padrão das previsões do painel do *Consensus* a 1 ano para a inflação e para a actividade económica da Alemanha, cuja evolução se apresenta no Gráfico 6.

Gráfico 5

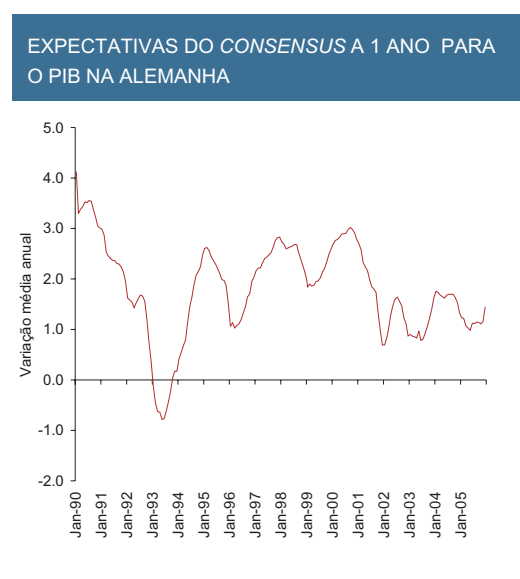
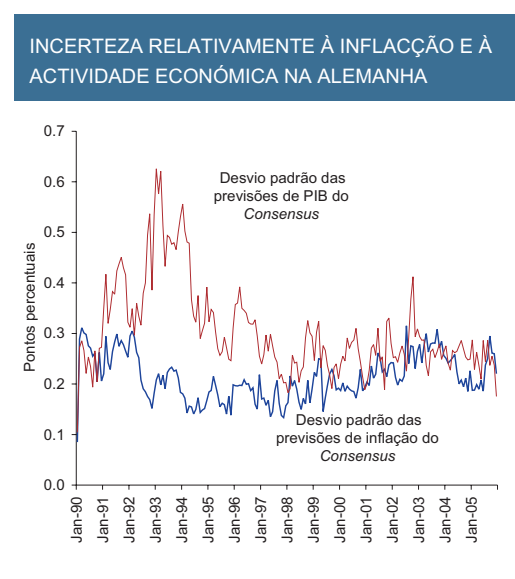


Gráfico 6



(6) Campbell e Cochrane (1999).

Incerteza nos mercados financeiros

O comportamento do prémio de risco deverá em princípio reflectir a incerteza dos investidores relativamente à rentabilidade futura dos activos. A volatilidade implícita nas opções sobre futuros para os preços das obrigações de dívida pública é um dos indicadores mais utilizados para avaliar a incerteza dos participantes no mercado quanto à rentabilidade futura dos activos. Especificamente, este indicador dá-nos uma medida da incerteza relativamente à evolução no curto prazo da taxa de rentabilidade das obrigações de dívida pública. No Gráfico 7, apresenta-se a volatilidade implícita no preço das opções sobre contratos de futuro de obrigações de dívida pública a 10 anos da Alemanha.

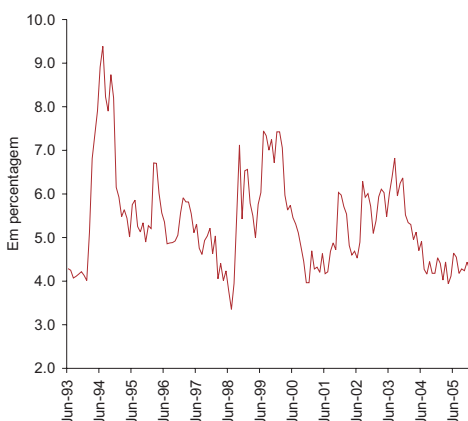
Inclinação da curva de rendimentos

Uma das explicações da relação entre a inclinação da curva de rendimentos e o prémio de risco das taxas de juro *forward* vem da relação entre a inclinação da curva com o ciclo económico. Vários estudos empíricos documentam uma relação positiva entre a inclinação da curva de rendimentos e a actividade económica real subsequente⁷. Contudo, existe alguma evidência de que esta relação não tem sido estável ao longo do tempo, sendo condicionada por alterações estruturais da economia, pela condução da política económica e pela combinação de choques que afectam a economia em cada momento⁸.

Uma outra explicação da relação da inclinação da curva de rendimentos com o prémio de risco *forward* deriva da relação entre a inclinação da curva e a orientação da política monetária. A ideia subjacente é de que uma inclinação positiva significativa da curva de rendimentos sugere uma orientação mais restritiva da política monetária no futuro e vice versa e que tal influencia a propensão dos investi-

Gráfico 7

VOLATILIDADE IMPLÍCITA NO MERCADO DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA DA ALEMANHA^(a)



Nota: (a) Volatilidade implícita anualizada nos preços de opções sobre contratos de futuro com maturidade mais próxima sobre obrigações de dívida pública alemã a 10 anos.

(7) Veja-se, por exemplo, Estrella et al (2003) e Estrella (2005).

(8) Veja-se, por exemplo, Moneta (2003) e Davis e Fagan (1997).

dores para assumirem risco de taxa de juro⁹. Especificamente, se os investidores atribuírem uma maior probabilidade de subidas das taxas de juro futuras do que de descidas relativamente à sua expectativa central quando a curva apresenta uma inclinação positiva significativa, então tenderão a exigir um prémio de risco mais elevado para se protegerem face ao maior risco de perdas de capital. No Gráfico 8 apresenta-se a evolução da inclinação da curva de rendimentos na Alemanha, medida pelo diferencial entre a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a dois anos e a taxa do mercado monetário a três meses.

Prémio de liquidez

O prémio de liquidez diz respeito à rendibilidade adicional exigida pelos investidores para fazer face a eventuais dificuldades em se desfazerem dos activos em situações de tensão nos mercados. Os prémios de liquidez variam consideravelmente ao longo do tempo e tendem a aumentar substancialmente durante os episódios habitualmente denominados de “fuga para a liquidez”. Para captar o impacto destes episódios sobre o prémio de risco nas taxas *forward* utilizou-se o diferencial entre as taxas de juro dos swaps a cinco anos para a Alemanha e as taxas de rendibilidade das obrigações de dívida pública com a mesma maturidade¹⁰. Como se observa no Gráfico 9 este diferencial, usualmente denominado de swap spread, é tipicamente positivo, sugerindo que as obrigações do Tesouro tendem a ser mais líquidas do que os swaps¹¹. No Verão e Outono de 1998, no contexto da crise Russa, verificou-se um alargamento significativo do swap spread. Também em 2000 se verificou um aumento do swap spread o qual terá estado associado a alterações estruturais no mercado da dívida pública norte-americana que apontavam para uma redução significativa da oferta de títulos do Tesouro norte-americano (Cortes (2003)).

Gráfico 8

INCLINAÇÃO DA CURVA DE RENDIMENTOS NA ALEMANHA

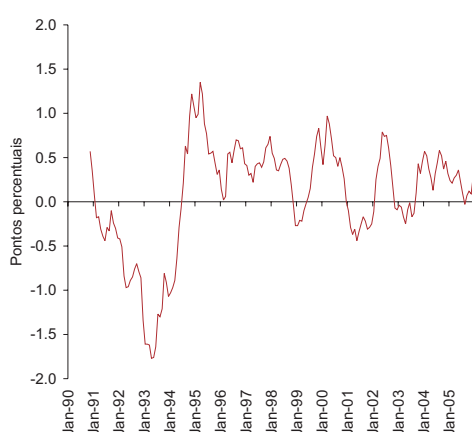
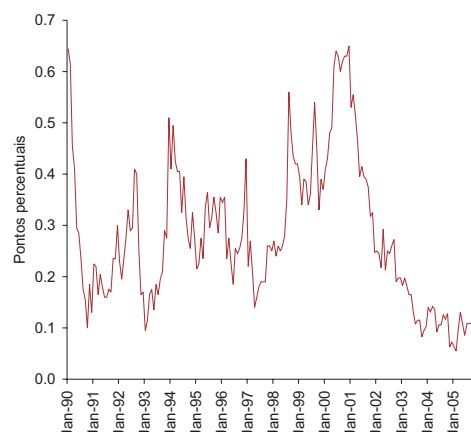


Gráfico 9

SWAP SPREAD PARA A MATURIDADE DE 5 ANOS



(9) Veja-se, por exemplo, Peacock (2004).

(10) Empiricamente, alterações no prémio de liquidez são um importante factor explicativo do comportamento dos *swap spread* (veja-se, por exemplo, Cortes (2003)).

(11) O *swap spread* é também utilizado como indicador de risco de crédito do sistema bancário, contudo o risco de crédito dos *swaps* de taxa de juro é limitado pelo facto de não existir uma transacção de principal.

No sentido de avaliar quantitativamente o impacto dos possíveis factores explicativos acima referidos no comportamento do prémio de risco *forward* da taxa de juro a três meses, considerou-se a seguinte formulação inicial para identificação das variáveis explicativas e respectivos desfasamentos:

$$RP_t = \alpha_1 + \sum_{i=0}^p \beta_{1,i} X_{1,t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{2,i} X_{2,t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{3,i} X_{3,t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{4,i} X_{4,t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{5,i} X_{5,t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{6,i} X_{6,t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{7,i} X_{7,t-i} + \varepsilon_t$$

Sendo RP_t o prémio de risco *forward*, α_1 uma constante, p o número máximo de desfasamentos da pesquisa para a selecção das variáveis explicativas X_1, \dots, X_7 e ε_t o resíduo. As variáveis explicativas foram seleccionadas seguindo uma abordagem do geral para o particular, tendo-se admitido $p = 12$. X_1 corresponde à inflação, X_2 à actividade económica, X_3 e X_4 à incerteza face às perspectivas para a inflação e para a actividade económica, respectivamente, X_5 diz respeito à incerteza nos mercados financeiros, X_6 à inclinação da curva de rendimentos e X_7 ao *swap spread*. No Quadro 1, apresenta-se uma descrição das várias *proxies* que foram testadas para cada uma das variáveis explicativas.

A equação foi estimada utilizando o método das variáveis instrumentais pelos mínimos quadrados em dois passos. Este método foi escolhido para garantir a consistência dos coeficientes estimados. Com efeito, existe a possibilidade de um choque positivo sobre o prémio de risco induzir também um aumento da inclinação da curva de rendimentos, o que implicaria que a inclinação da curva de rendimento estaria positivamente correlacionada com o resíduo da equação e os coeficientes estimados da regressão viriam enviesados. Escolheu-se como instrumentos a inclinação da curva de rendimentos (X_6) desfasada até 6 períodos¹².

Quadro 1

VARIÁVEIS EXPLICATIVAS E PROXIES UTILIZADAS

Variáveis explicativas	Proxies utilizadas
X_1 : Inflação	<ul style="list-style-type: none"> . Inflação observada: IPC da Alemanha (t.v.h.) . Inflação esperada: Previsões do Consensus a 1 ano para os preços no consumidor na Alemanha (média ponderada das previsões reportadas para o IPC em t e $t+1$) . Surpresa de inflação: Diferença entre a inflação observada (IPC da Alemanha em t.v.h.) e as previsões a 1 ano para o IPC da Alemanha reportadas pelo Consensus 1 ano antes (t.v.a.)
X_2 : Actividade económica	<ul style="list-style-type: none"> . Produção industrial: IPI da Alemanha excluindo construção (t.v.h.) . Expectativas para a actividade económica: Previsões do Consensus a 1 ano para o PIB na Alemanha (média ponderada das previsões reportadas para o PIB em t e $t+1$)
X_3 : Incerteza face às perspectivas de inflação	<ul style="list-style-type: none"> . Desvio padrão das previsões do painel do Consensus para o IPC da Alemanha a 1 ano (média ponderada do desvio padrão das previsões reportadas para o IPC em t e $t+1$)
X_4 : Incerteza face às perspectivas de actividade económica	<ul style="list-style-type: none"> . Desvio padrão das previsões do painel do Consensus para o PIB da Alemanha a 1 ano (média ponderada do desvio padrão das previsões reportadas para o PIB em t e $t+1$)
X_5 : Incerteza nos mercados financeiros	<ul style="list-style-type: none"> . Volatilidade implícita no preço das opções sobre contratos de futuro de obrigações de dívida pública a 10 anos alemãs
X_6 : Inclinação da curva de rendimentos	<ul style="list-style-type: none"> . Diferencial entre a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 2 anos e a taxa de juro do mercado monetário a 3 meses
X_7 : <i>Swap spread</i>	<ul style="list-style-type: none"> . Diferencial entre a taxa de juro dos <i>swaps</i> para a Alemanha a 5 anos e a taxa de rendibilidade das obrigações de dívida pública a 5 anos

(12) Na aplicação do método dos mínimos quadrados em dois passos, obteve-se um $R^2 = 0.86$ na regressão entre a variável explicativa endógena e os instrumentos considerados.

No Quadro 2 apresentam-se as melhores especificações encontradas para o prémio de risco *forward* da taxa a três meses nos horizontes de 3 e 12 meses conduzidas para o período amostral de Abril de 1995 a Dezembro de 2005.

As variáveis estão medidas em pontos percentuais, o que significa que, por exemplo, uma diferença de 1 ponto percentual entre a inflação homóloga observada e a inflação média anual esperada 1 ano antes (surpresa de inflação) tem um impacto no prémio de risco *forward* da taxa a três meses de 0.09 p.p. no horizonte de três meses e de 0.16 p.p. no horizonte de 12 meses.

De acordo com os resultados do Quadro 2, a surpresa de inflação, as expectativas para a actividade económica, a volatilidade implícita no mercado obrigacionista e a inclinação da curva de rendimentos são variáveis explicativas significativas do prémio de risco *forward*, quer no horizonte de 3 meses quer no de 12 meses. A incerteza relativamente à evolução futura da inflação, desfasada 2 meses, é também uma variável explicativa significativa do prémio de risco para o horizonte de 3 meses¹³. Os sinais dos efeitos estimados sobre os prémios de risco *forward* estão de acordo com o esperado. O coeficiente associado às expectativas a um ano para a actividade económica, desfasadas 12 meses, tem sinal positivo, o que sugere um comportamento pró-cíclico do prémio de risco *forward*. A incerteza relativamente à actividade económica e o *swap spread* não são significativas para explicar o prémio de risco *forward* da taxa a 3 meses nos horizontes analisados. Foi identificada uma dummy com sinal negativo em Setembro de 2001, associada à redução inesperada das taxas de juro oficiais na área do euro decidida na sequência dos ataques terroristas de 11 de Setembro. Naturalmente, este tipo de choque tem um impacto imediato nas taxas de juro *forward*, sendo apenas incorporado nas expectativas de taxas de juro reportadas pelo *Consensus* no inquérito conduzido no mês seguinte.

Nos Gráficos 10 e 11 apresentam-se os contributos de cada uma das variáveis explicativas identificadas para o comportamento do prémio de risco das taxas de juro *forward* nos meses de Dezembro do período 1995-2005. De entre as variáveis explicativas identificadas, a volatilidade implícita no merca-

Quadro 2

PRÉMIO DE RISCO *FORWARD* DA TAXA A TRÊS MESES

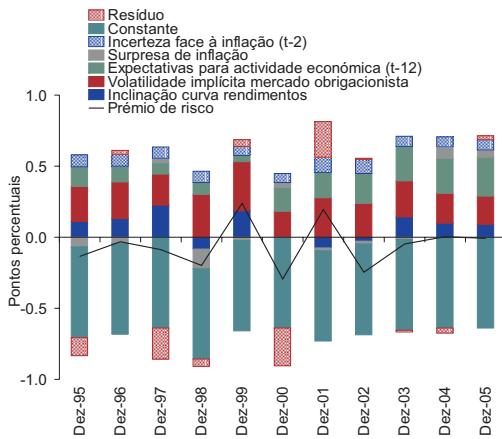
(t-rácios entre parêntesis)

	Desfasamento	Prémio de risco Horizonte de 3 meses	Prémio de risco Horizonte de 12 meses
<i>Constante</i>		-0.64 (-6.87)	-1.16 (-10.1)
<i>Inflação (surpresa de inflação)</i>	0	0.09 (5.48)	0.16 (6.32)
<i>Incerteza face à inflação</i>	2	0.36 (4.63)	–
<i>Expectativas para a actividade económica</i>	12	0.11 (4.63)	0.12 (4.66)
<i>Volatilidade implícita no mercado obrigacionista</i>	0	0.05 (3.53)	0.16 (8.01)
<i>Inclinação da curva de rendimentos</i>	0	0.31 (8.09)	0.75 (13.3)
<i>Dummy 2001:9</i>		-0.64 (-5.51)	-0.61 (-3.38)
		LM-F(7,115)=1.69 (0.12)	LM-F(7,116)=1.82 (0.09)
		ARCH-F(7,108)=1.12 (0.35)	ARCH-F(7,109)=2.18 (0.04)
		N~ χ^2 (2)=1.80 (0.41)	N~ χ^2 (2)=0.28 (0.87)
		Hetero ~F(11,110)=1.29 (0.12)	Hetero ~F(9,113)=1.06 (0.40)

(13) Como teste de robustez estimaram-se as equações para o prémio de risco no horizonte de 3 e de 12 meses pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Em ambos as equações, verificou-se que as estimativas pontuais dos coeficientes associados à inclinação da curva de rendimentos (0.36 na equação para o prémio de riscos a 3 meses e 0.85 na equação para o prémio de risco a 12 meses) se encontram acima das obtidas através das variáveis instrumentais. Também a estimativa pontual de 0.40 do coeficiente associado à incerteza relativamente à inflação na equação para o prémio de risco a 3 meses é superior à obtida pelas variáveis instrumentais. No que diz respeito às outras variáveis explicativas não se verificam diferenças significativas entre os parâmetros estimados pelos dois métodos.

Gráfico 10

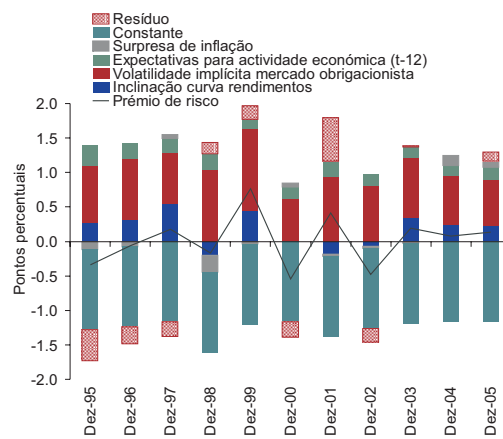
CONTRIBUTOS PARA O PRÉMIO DE RISCO DA TAXA A TRÊS MESES NO HORIZONTE DE TRÊS MESES^(a)



Nota: (a) Por razões de simplificação, apresentam-se os valores do prémio de risco e respectivas componentes apenas para os meses de Dezembro de cada ano.

Gráfico 11

CONTRIBUTOS PARA O PRÉMIO DE RISCO DA TAXA A TRÊS MESES NO HORIZONTE DE UM ANO^(a)



Nota: (a) Por razões de simplificação, apresentam-se os valores do prémio de risco e respectivas componentes apenas para os meses de Dezembro de cada ano.

do obrigacionista teve um impacto muito significativo na evolução dos prémios de risco em ambos os horizontes. Adicionalmente, e no horizonte de 3 meses, as expectativas relativamente à actividade económica tiveram também uma influência significativa no comportamento do prémio de risco.

6. CONCLUSÃO

As taxas de juro *forward* são indicadores imperfeitos das expectativas do mercado relativamente às taxas de juro futuras porque incorporam um prémio de risco exigido pelos investidores para fazer face à incerteza em torno das taxas de juro que vão vigorar no futuro.

Neste trabalho utilizam-se as expectativas de taxa de juro reportadas pelo *Consensus* como *proxies* das verdadeiras expectativas de taxas de juro do mercado e deriva-se a partir delas o prémio de risco implícito nas taxas de juro *forward*. Conclui-se que o prémio de risco revela uma grande variabilidade ao longo do tempo e atinge em determinados períodos uma magnitude significativa. Procurou-se identificar factores explicativos do comportamento do prémio de risco *forward*, através de um modelo simples que combina factores directamente relacionados com os fundamentos económicos e factores que reflectem as condições dos mercados financeiros.

Os resultados obtidos indicam que a surpresa de inflação, as expectativas para a actividade económica, a incerteza nos mercados financeiros e a inclinação da curva de rendimentos são variáveis explicativas significativas com impacto positivo no prémio de risco das taxas de juro *forward* além nos horizontes de 3 e 12 meses. A incerteza relativamente à inflação futura também tem um impacto positivo significativo no comportamento do prémio de risco *forward* no horizonte de 3 meses. A identificação destes factores explicativos permite ter uma indicação do impacto nas taxas de juro *forward*, por via do prémio de risco, de potenciais variações que possam ocorrer nestes factores explicativos.

REFERÊNCIAS

- Andrews, D. (1991), "Heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix estimation", *Econometrica*, 59, 817-858
- BIS (2005), "Zero-coupon yield curves: technical documentation"- *BIS Papers* No 25 (October)
- Brooke, M. e Cooper, N. e Scholtens, C. (2000), "Inferring market interest rate expectations from money market rates", Bank of England *Quarterly Bulletin* (November)
- Davis, E. e Fagan, G. (1997), "Are financial spreads useful indicators of future inflation and output growth in EU countries?", *Journal of Applied Econometrics*, Vol.12, 701-714
- Durré, A. e Evjen, S. e Pilegaard, R. (2003), "Estimating risk premia in money market rates", ECB *Working Paper* No 221
- Campbell, J. e Cochrane, J. (1999), "By force of habit: a consumption-based explanation of aggregate stock market behaviour", *The Journal of Political Economy*, Vol. 107, No 2, 205-251
- Cassola, N. e Luis, J. (2001), "A two-factor model of the German term structure of interest rates", ECB *Working Paper* No 46
- Cortes, F. (2003), "Understanding and modelling swap spreads", Bank of England *Quarterly Bulletin* (winter)
- Estrella, A. e Rodrigues, A., e Schich, S. (2003), "How stable is the predictive power of the yield curve? Evidence from Germany and the United States", *The Review of Economics and Statistics*, 85 (3): 629-644 (August)
- Estrella, A. (2005), "The yield curve as a leading indicator: frequently asked questions", New York Fed.
- Fornari, F. e Mele, A. (2005), "Predicting economic activity with indicators of financial and macroeconomic volatility" (*mimeo*)
- Hordahl, P. e Tristani, O. e Vestin, D. (2006), "A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics", *Journal of Econometrics* 131, 405-444
- Moneta, F. (2003), "Does the yield spread predict recessions in the euro area?", ECB *Working Paper* No 294.
- Peacock, C. (2004), "Deriving a market-based measure of interest rate expectations", Bank of England *Quarterly Bulletin* (summer)
- Svensson, L. (1994), "Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994", CEPR *Discussion Paper Series*, No 1051 (October)



CRONOLOGIA DAS PRINCIPAIS MEDIDAS FINANCEIRAS

Janeiro a Setembro 2006

Janeiro

- **3 de Janeiro (Carta-Circular n.º 1/06/DSBDR)**

Manifesta a disponibilidade do Banco de Portugal para iniciar o processo (informal) de candidaturas para a utilização dos sistemas de notações internas (risco de crédito) e das abordagens standard e de mediação avançada (risco operacional), na perspectiva da futura transposição para o direito interno das Directivas 93/6/CEE e 200/12/CE.
- **9 de Janeiro (Parecer do Banco Central Europeu 2005/C 323/10, JOUE n.º 323, Série C)**

Parecer do Banco Central Europeu solicitado pelo Conselho da União Europeia sobre uma proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Directiva 2004/39/CE relativa aos mercados de instrumentos financeiros no que diz respeito a certos prazos (CON/2005/53).
- **16 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 33/2005, BNP n.º 1/2006)**

Altera a Instrução n.º 23/2004, relativa ao reporte de informação contabilística preparada de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e com as Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA).
- **16 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 34/2005, BNP n.º 1/2006)**

Altera a Instrução n.º 18/2005, relativa ao reporte das demonstrações financeiras e outros elementos de prestação de contas de instituições que adoptem as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) e as Normas de Contabilidade Ajustadas (NCA).
- **16 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 35/2005, BNP n.º 1/2006)**

Estabelece quais os elementos contabilísticos a reportar ao Banco de Portugal por parte das instituições que adoptem as NIC e as NCA, para além daqueles exigidos pelas Instruções n.ºs 23/2004 e 18/2005.
- **16 de Janeiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 36/2005, BNP n.º 1/2006)**

Altera a Instrução 19/97, actualizando a lista de países da zona A, para efeitos do rácio de solvabilidade.
- **19 de Janeiro (Carta-Circular n.º 2/2006/DPG)**

Recomenda a todas as entidades emitentes de cartões que verifiquem a conformidade dos seus clausulados com o standard mínimo de condições gerais de utilização de cartões bancários, substanciado nas disposições regulamentares enunciadas nos n.ºs 6 a 8 do Aviso do Banco de Portugal n.º 11/2001, de 20-11.
- **20 de Janeiro (Carta-Circular n.º 12/06/DSBDR)**

Esclarece dúvidas sobre o enquadramento do impacto, decorrente da transição para as normas internacionais de contabilidade (NIC) ou para as normas de contabilidade ajustadas (NCA), relativo ao reconhecimento das responsabilidades com Prémios de Antiguidade relativos a pessoal no activo.

Fevereiro

- **15 de Fevereiro 2006 (Carta-Circular n.º 5/06/DPG)**

Esclarece dúvidas relativas a aberturas de contas de depósito por parte de pessoas que não desempenham uma actividade profissional, transmitindo o entendimento do Banco de Portugal de que tal facto não deve constituir fundamento de recusa pelas instituições de crédito.

- **15 de Fevereiro (Instrução do Banco de Portugal n.º 2/2006)** Altera a Instrução n.º 4/2002, introduzindo um novo reporte de prestação de informações ao Banco de Portugal, no que toca à cobertura de responsabilidades por pensões de reforma e de sobrevivência.
 - **15 de Fevereiro (Carta Circular n.º 12/2006/DSB)** Esclarece dúvidas quanto ao enquadramento contabilístico das responsabilidades com prémios de antiguidade de pessoal no activo.
 - **21 de Fevereiro (Lei n.º 3/2006, DR n.º 37, 1ª Série A)** Autoriza o Governo a legislar, em matéria de direitos dos consumidores, a fim de transpor para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2002/65/CE, de 23 de Setembro, relativa à comercialização à distância de serviços financeiros.
- ### Março
- **10 de Março (Carta-Circular n.º 32/06/DSBDR)** Esclarece dúvidas quanto aos elementos integrantes do conceito de 'imobilizado' para efeito dos limites estabelecidos no Aviso n.º 5/2003.
 - **15 de Março (Dec.-Lei n.º 52/2006, DR n.º 53 1ª Série A3)** Transpõe para a ordem jurídica nacional a Directiva n.º 2003/6/CE, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado, e a Directiva n.º 2003/71/CE, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários.
 - **15 de Março (Instrução do Banco de Portugal n.º 3/2006)** Altera a Instrução n.º 19/2005 relativa ao risco de taxa de juro da carteira bancária.
 - **15 de Março (Instrução do Banco de Portugal n.º 4/2006, BNPB n.º 3/2006)** Altera a redacção da alínea (b) das Notas explicativas à I Parte - Níveis mínimos de provisões, constantes do Anexo à Instrução n.º 9/2003, publicada no BO n.º 5, de 5.05.2005.
 - **20 de Março (Dec.-Lei n.º 59/2006, DR n.º 56 1ª Série A)** Estabelece o novo regime aplicável às obrigações hipotecárias e às instituições de crédito hipotecário, bem como às obrigações sobre o sector público. Revoga o Decreto-Lei n.º 125/90, de 16 de Abril.
 - **24 de Março (Aviso do Banco de Portugal n.º 1/2006 DR. n.º 66, 1ª Série B)** Altera o aviso n.º 10/94, de 18-11, estabelecendo com maior precisão os valores dos elementos do activo que devem ser tomados em consideração para a determinação dos grandes riscos das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal.
 - **29 de Março (Dec.-Lei n.º 76-A/2006, DR n.º 63 1ª Série A)** Introduce, designadamente, alterações ao Código das Sociedades Comerciais.
 - **31 de Março (Carta-Circular n.º 34/06/DSBDR)** Esclarece dúvidas relativas a algumas disposições introduzidas pelo Aviso n.º 2/2005 no Aviso n.º 12/92, sobre a forma de cálculo dos fundos próprios.

Abril

- **3 de Abril (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 6/2006/DPG)**

Recomenda a todas as instituições de crédito que insiram uma data-limite de validade nos impressos de cheque que forneçam aos seus clientes divulgando, para o efeito, um conjunto de boas práticas aprovadas pela CISP (Comissão de Coordenação Interbancária para os Sistemas de Pagamento). A presente medida deverá ser adoptada no prazo máximo de três meses.
- **4 de Abril (Aviso do Banco de Portugal nº 2/2006 DR.nº 74 1ª Série B)**

Estabelece com maior precisão as condições em que as provisões para riscos gerais de crédito podem ser consideradas elementos positivos dos fundos próprios consolidados, alterando-se o Aviso nº 12/92, de 29-12.
- **4 de Abril (Lei nº 10/2006 DR nº 67 1ª Série A)**

Autoriza o Governo a estender o regime contra-ordenacional aplicável à actividade seguradora às sociedades gestoras de participações sociais sujeitas à supervisão do Instituto de Seguros de Portugal e às companhias financeiras mistas por infracções às normas legais e regulamentares que regem a supervisão complementar dos conglomerados financeiros. A presente autorização tem a duração de 180 dias.
- **6 de Abril (Despacho conjunto nº 357/2006 Presidência do Conselho De Ministros; Ministério das Finanças e da Administração Pública; Ministério da Justiça; e Outros DR nº 83 2ª. Série)**

Designa, de acordo com o nº 1 do artº 4 do regulamento nº 2006/2004, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27-10, o Instituto do Consumidor como serviço de ligação único responsável pela coordenação da aplicação do citado regulamento, bem como as autoridades competentes dotadas de competências específicas para aplicar a legislação de defesa dos consumidores nas matérias em que são autoridades reguladoras.
- **10 de Abril (Carta-Circular nº 37/06/DSBDR)**

Comunica o entendimento do Banco de Portugal sobre a classificação, para efeitos do cálculo do rácio de solvabilidade, das linhas de crédito não utilizadas, a que se refere a Parte II do anexo ao Aviso nº 1/93.

Maió

- **9 de Maio (Aviso do Banco de Portugal nº 3/2006 DR nº. 89-1ª Série B)**

Estabelece que as instituições de crédito e sociedades financeiras devem dispor de um sistema de controlo interno que abranja a definição da estrutura organizativa, os métodos e os procedimentos adequados à prossecução dos objectivos consagrados no nº 6.º deste Aviso, com vista à minimização dos riscos financeiros, operacional, legal e reputacional, incluindo o risco de fraudes, irregularidades e erros, assegurando a sua prevenção e detecção tempestivas. Revoga a Instrução nº 72/96, de 17 de Junho.
- **15 de Maio (Regulamento Ministério das Finanças e da Administração Pública. Instituto de Seguros de Portugal nº 67/2006 (Norma nº 4/2006-R) D.R. Nº 105 2ª SÉRIE)**

Altera a norma regulamentar nº 5/2005-R, de 18-3, que definiu o âmbito subjectivo e o regime de aplicação das normas internacionais de contabilidade (NIC) adoptadas nos termos do artº 3 do Regulamento (CE) nº 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19-7.

- **17 de Maio (Carta-Circular nº 50/06/DSBDR)**

Informa as instituições de crédito e sociedades financeiras sobre a estrutura e competências do órgão de fiscalização a que se refere o Aviso nº 3/2006, tendo em conta a entrada em vigor, em 30-6-2006, do DL nº 76-A/2006, de 29-3.
 - **24 de Maio (Carta-Circular nº 51/06/DSBDR)**

Esclarece dúvidas sobre o tratamento a conferir, para efeitos de determinação de fundos próprios em base consolidada, aos ganhos não realizados em propriedades de investimento e em outros activos fixos tangíveis na data de transição para as Normas Internacionais de Contabilidade.
 - **25 de Maio (Carta-Circular nº 52/06/DSBDR)**

Esclarece dúvidas quanto à consideração das provisões para riscos gerais de crédito como elemento positivo dos fundos próprios, ao abrigo do ponto 9-A) do nº 1 do nº 3º do Aviso nº 12/92.
 - **29 de Maio (Decreto-Lei Ministério das Finanças e da Administração Pública nº 95/2006 de 29 de Maio D. R. 1ª Série)**

Estabelece o regime jurídico aplicável aos contratos à distância relativos a serviços financeiros celebrados com consumidores, transpondo para a ordem jurídica interna a Directiva nº 2002/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23-9, relativa à comercialização através de meios de comunicação à distância de serviços financeiros prestados a consumidores. À informação pré-contratual e aos contratos de serviços financeiros prestados ou celebrados à distância são subsidiariamente aplicáveis o DL nº 7/2004, de 7-1 e o Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo DL nº 486/99, de 13-11. O presente diploma entra em vigor 30 dias após a data da sua publicação.
 - **29 de Maio (Lei nº 18/2006 D.R. nº 103 1ª Série A)**

Autoriza o Governo a legislar sobre o saneamento e liquidação de instituições de crédito e sociedades financeiras no âmbito da transposição da Directiva nº 2001/24/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4-4, relativa ao saneamento e à liquidação das instituições de crédito. A presente autorização legislativa tem a duração de 120 dias.
- ## Junho
- **7 de Junho (Carta-Circular nº 59/06/DSBDR)**

Informa de que, excepcionalmente, as instituições sujeitas à supervisão em base consolidada, poderão remeter os Relatórios de Controlo Interno Individuais bem como o Relatório de Controlo Interno do Grupo, incluindo os respectivos pareceres, previstos no Aviso nº 3/2006, até 31 de Outubro de 2006
 - **14 de Junho (Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho 2006/46/CE, JOUE nº 224, Série L)**

Altera a Directiva 78/660/CEE do Conselho relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, a Directiva 83/349/CEE do Conselho relativa às contas consolidadas, a Directiva 86/635/CEE do Conselho relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras e a Directiva 91/674/CEE do Conselho relativa às contas anuais e às contas consolidadas das empresas de seguros. Os Estados-Membros devem pôr em vigor as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para darem cumprimento à presente Directiva até 5-9-2008 e comunicar à Comissão o texto das principais disposições de direito interno que aprovarem nas matérias reguladas pela presente directiva, que, por seu turno, entra em vigor 20 dias após a sua publicação no JOUE.

- **14 de Junho (Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho 2006/48/CE, JOUE n.º 177, Série L)**

Relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício.
 - **14 de Junho (Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho 2006/49/CE, JOUE n.º 177, Série L)**

Relativa ao acesso à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito.
 - **16 de Junho (Instrução do Banco de Portugal n.º. 6/2006 BNPB n.º.6/2006)**

Determina, para efeitos de aplicação do ponto 10) do n.º 1 do n.º 3.º do Aviso n.º 12/92, de 29.12, que apenas podem ser considerados elemento positivo dos fundos próprios, os montantes de reservas de reavaliação registados nas contas individuais, em resultado de reavaliações do activo imobilizado, efectuadas ao abrigo da legislação fiscal.
 - **16 de Junho (Carta-Circular n.º 4/2006/DMR)**

Procede à actualização da informação transmitida em Janeiro de 2006 sobre o Quadro de Avaliação da Qualidade do Crédito do Eurosistema para activos não transaccionáveis, remetendo, em anexo, uma nota intitulada 'Quadro de activos de garantia do Eurosistema: novos detalhes do Quadro de Avaliação de Crédito do Eurosistema para instrumentos de dívida não transaccionáveis'.
 - **19 de Junho (Carta-Circular n.º 23/05/DSBDR)**

Esclarece dúvidas sobre os prazos para a regularização das situações decorrentes da aquisição de imóveis em reembolso de crédito próprio.
- Julho**
- **12 de Julho (Carta-Circular n.º 21/2006/DET)**

Procede à divulgação da informação pertinente relativa à implementação do Quadro para a detecção de contrafacções e para a escolha e verificação da qualidade das notas pelas instituições de crédito e outras entidades que operam profissionalmente com numerário, cuja divulgação foi efectuada através da Carta-Circular n.º 9/2005/DET, de 17-3.
 - **17 de Julho (Instrução do Banco de Portugal n.º. 8/2006 BNPB n.º.7/2006)**

Isenta da constituição de provisões para risco-país os activos correspondentes aos financiamentos concedidos no âmbito de empréstimos "B" organizados pela Corporación Andina de Fomento.
 - **31 de Julho (Decreto-Lei 145/2006, DR, 1ª s, N.º 146)**

Transpõe, para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2002/87/CE, relativa à supervisão complementar das instituições de crédito, empresas de seguros e empresas de investimento de um conglomerado financeiro, e a Directiva n.º 2005/1/CE, que estabelece uma nova estrutura organizativa dos comités na área dos serviços financeiros.

Agosto

- **3 de Agosto (Orientação do Banco Central Europeu (BCE/2006/11), JOUE nº 221)**
Altera a Orientação BCE/2005/16 relativa a um sistema de transferências automáticas transeuropeias de liquidações pelos valores brutos em tempo real (TARGET).
- **8 de Agosto (Aviso do Banco de Portugal nº 4/2006, DR nº 152, 1ª Série)**
Altera o Aviso nº 6/2003, de 15-1, no que concerne aos prazos e forma de publicação das contas das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal. O presente aviso é aplicável à publicação das contas relativas ao exercício de 2006. Rectificado pela Declaração de Rectificação nº 61/2006, de 28-8, in DR, 1 Série, nº 175, de 11-9-2006.
- **10 de Agosto (Directiva da Comissão 2006/73/CE, JOUE nº 241, Série L).**
Aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições do exercício da actividade das empresas de investimento e das instituições de crédito quando prestem serviços de investimento. Os Estados Membros devem adoptar e aplicar, até 31 de Janeiro de 2007, as disposições legais regulamentares e administrativas para dar cumprimento à presente Directiva, e devem aplicar essas disposições a partir de 1 de Novembro de 2007.
- **10 de Agosto (Regulamento (CE) da Comissão 1287/2006, JOUE nº 241, Série L).**
Aplica a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados e à admissão à negociação dos instrumentos financeiros. O Regulamento é aplicável a partir de 1 de Novembro de 2007, com excepção do artigo 11º e dos n.ºs 5 e 6 do artigo 34º que são aplicáveis a partir de 1 de Junho de 2007.

Setembro

- **5 de Setembro (Despacho nº 17901/2006 de 17 Julho 2006 Ministério das Finanças e da Administração Pública; Ministério da Justiça DR nº 171-2ª Série C)**
Cria o grupo de trabalho de transposição da directiva do branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo (GTTDBCFT), que prepara os diplomas de transposição desta directiva e assegura o cumprimento do seu prazo de transposição. No presente grupo de trabalho incluem-se, em representação do Banco de Portugal, a Drª Graça Damião e a Drª Célia Ramos.
- **12 Setembro (Carta-Circular do Banco de Portugal nº 22/06/DSBDR)**
Esclarece dúvidas sobre a interpretação do disposto no nº 3 do Aviso nº 1/2005 no que se refere à contabilização de comissões e custos externos imputáveis à contratação de operações de crédito.
- **15 Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 9/2006 BNPB n.º 9/2006)**
Reporte de demonstrações financeiras e outros elementos de prestação de contas de instituições que adoptem as NIC e as NCA (altera a Instrução n.º 18/2005).
- **20 Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 10/06, distribuída com a Carta-Circular n.º 82/2006/DSB)**
Relatório sobre o sistema de prevenção do branqueamento de capitais - Sucursais, em Portugal, de instituições de crédito e sociedades financeiras (com excepção das empresas de investimento) com sede em outros Estados Membros da União Europeia (altera a Instrução n.º 24/2002).

- **27 Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 11/06, distribuída com a Carta-Circular n.º 86/2006/DSB)** Determinação da taxa contributiva para o Fundo de Garantia de Depósitos relativa a 2007.
- **27 Setembro (Instrução do Banco de Portugal nº 12/06, distribuída com a Carta-Circular n.º 86/2006/DSB)** Limite do compromisso irrevogável de pagamento a aplicar na contribuição para o Fundo de Garantia de Depósitos relativa a 2007.



WORKING PAPERS

1998 a 2006

1998

- 1/98** A COMPARATIVE STUDY OF THE PORTUGUESE AND SPANISH LABOUR MARKETS
— *Olympia Bover, Pilar Garcia-Perea, Pedro Portugal*
- 2/98** EARNING FUNCTIONS IN PORTUGAL 1982-1994: EVIDENCE FROM QUANTILE REGRESSIONS
— *José A. F. Machado, José Mata*
- 3/98** WHAT HIDES BEHIND AN UNEMPLOYMENT RATE: COMPARING PORTUGUESE AND US UNEMPLOYMENT
— *Olivier Blanchard, Pedro Portugal*
- 4/98** UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS IN PORTUGAL
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 5/98** EMU, EXCHANGE RATE VOLATILITY AND BID-ASK SPREADS
— *Nuno Cassola, Carlos Santos*
- 6/98** CONSUMER EXPENDITURE AND COINTEGRATION
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves*
- 7/98** ON THE TIME-VARYING EFFECTS OF UNEMPLOYMENT INSURANCE ON JOBLESSNESS
— *John T. Addison, Pedro Portugal*
- 8/98** JOB SEARCH METHODS AND OUTCOMES
— *John T. Addison, Pedro Portugal*

1999

- 1/99** PRICE STABILITY AND INTERMEDIATE TARGETS FOR MONETARY POLICY
— *Vítor Gaspar, Ildeberta Abreu*
- 2/99** THE OPTIMAL MIX OF TAXES ON MONEY, CONSUMPTION AND INCOME
— *Fiorella De Fiore, Pedro Teles*
- 3/99** OPTIMAL EXECUTIVE COMPENSATION: BONUS, GOLDEN PARACHUTES, STOCK OWNERSHIP AND STOCK OPTIONS
— *Chongwoo Choe*
- 4/99** SIMULATED LIKELIHOOD ESTIMATION OF NON-LINEAR DIFFUSION PROCESSES THROUGH NON-PARAMETRIC PROCEDURE WITH AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE INTEREST RATE
— *João Nicolau*
- 5/99** IBERIAN FINANCIAL INTEGRATION
— *Bernardino Adão*
- 6/99** CLOSURE AND DIVESTITURE BY FOREIGN ENTRANTS: THE IMPACT OF ENTRY AND POST-ENTRY STRATEGIES
— *José Mata, Pedro Portugal*

2000

- 1/00 UNEMPLOYMENT DURATION: COMPETING AND DEFECTIVE RISKS
— *John T. Addison, Pedro Portugal*
- 2/00 THE ESTIMATION OF RISK PREMIUM IMPLICIT IN OIL PRICES
— *Jorge Barros Luís*
- 3/00 EVALUATING CORE INFLATION INDICATORS
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Luís Morais Sarmiento*
- 4/00 LABOR MARKETS AND KALEIDOSCOPIIC COMPARATIVE ADVANTAGE
— *Daniel A. Traça*
- 5/00 WHY SHOULD CENTRAL BANKS AVOID THE USE OF THE UNDERLYING INFLATION INDICATOR?
— *Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Afonso Gonçalves da Silva*
- 6/00 USING THE ASYMMETRIC TRIMMED MEAN AS A CORE INFLATION INDICATOR
— *Carlos Robalo Marques, João Machado Mota*

2001

- 1/01 THE SURVIVAL OF NEW DOMESTIC AND FOREIGN OWNED FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 2/01 GAPS AND TRIANGLES
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 3/01 A NEW REPRESENTATION FOR THE FOREIGN CURRENCY RISK PREMIUM
— *Bernardino Adão, Fátima Silva*
- 4/01 ENTRY MISTAKES WITH STRATEGIC PRICING
— *Bernardino Adão*
- 5/01 FINANCING IN THE EUROSYSYTEM: FIXED VERSUS VARIABLE RATE TENDERS
— *Margarida Catalão-Lopes*
- 6/01 AGGREGATION, PERSISTENCE AND VOLATILITY IN A MACROMODEL
— *Karim Abadir, Gabriel Talmain*
- 7/01 SOME FACTS ABOUT THE CYCLICAL CONVERGENCE IN THE EURO ZONE
— *Frederico Belo*
- 8/01 TENURE, BUSINESS CYCLE AND THE WAGE-SETTING PROCESS
— *Leandro Arozamena, Mário Centeno*
- 9/01 USING THE FIRST PRINCIPAL COMPONENT AS A CORE INFLATION INDICATOR
— *José Ferreira Machado, Carlos Robalo Marques, Pedro Duarte Neves, Afonso Gonçalves da Silva*
- 10/01 IDENTIFICATION WITH AVERAGED DATA AND IMPLICATIONS FOR HEDONIC REGRESSION STUDIES
— *José A.F. Machado, João M.C. Santos Silva*

2002

- 1/02** QUANTILE REGRESSION ANALYSIS OF TRANSITION DATA
— *José A.F. Machado, Pedro Portugal*
- 2/02** SHOULD WE DISTINGUISH BETWEEN STATIC AND DYNAMIC LONG RUN EQUILIBRIUM IN ERROR CORRECTION MODELS?
— *Susana Botas, Carlos Robalo Marques*
- 3/02** MODELLING TAYLOR RULE UNCERTAINTY
— *Fernando Martins, José A. F. Machado, Paulo Soares Esteves*
- 4/02** PATTERNS OF ENTRY, POST-ENTRY GROWTH AND SURVIVAL: A COMPARISON BETWEEN DOMESTIC AND FOREIGN OWNED FIRMS
— *José Mata, Pedro Portugal*
- 5/02** BUSINESS CYCLES: CYCLICAL COMOVEMENT WITHIN THE EUROPEAN UNION IN THE PERIOD 1960-1999. A FREQUENCY DOMAIN APPROACH
— *João Valle e Azevedo*
- 6/02** AN "ART", NOT A "SCIENCE"? CENTRAL BANK MANAGEMENT IN PORTUGAL UNDER THE GOLD STANDARD, 1854-1891
— *Jaime Reis*
- 7/02** MERGE OR CONCENTRATE? SOME INSIGHTS FOR ANTITRUST POLICY
— *Margarida Catalão-Lopes*
- 8/02** DISENTANGLING THE MINIMUM WAGE PUZZLE: ANALYSIS OF WORKER ACCESSIONS AND SEPARATIONS FROM A LONGITUDINAL MATCHED EMPLOYER-EMPLOYEE DATA SET
— *Pedro Portugal, Ana Rute Cardoso*
- 9/02** THE MATCH QUALITY GAINS FROM UNEMPLOYMENT INSURANCE
— *Mário Centeno*
- 10/02** HEDONIC PRICES INDEXES FOR NEW PASSENGER CARS IN PORTUGAL (1997-2001)
— *Hugo J. Reis, J.M.C. Santos Silva*
- 11/02** THE ANALYSIS OF SEASONAL RETURN ANOMALIES IN THE PORTUGUESE STOCK MARKET
— *Miguel Balbina, Nuno C. Martins*
- 12/02** DOES MONEY GRANGER CAUSE INFLATION IN THE EURO AREA?
— *Carlos Robalo Marques, Joaquim Pina*
- 13/02** INSTITUTIONS AND ECONOMIC DEVELOPMENT: HOW STRONG IS THE RELATION?
— *Tiago V. de V. Cavalcanti, Álvaro A. Novo*

2003

- 1/03** FOUNDING CONDITIONS AND THE SURVIVAL OF NEW FIRMS
— *P.A. Geroski, José Mata, Pedro Portugal*
- 2/03** THE TIMING AND PROBABILITY OF FDI: AN APPLICATION TO THE UNITED STATES MULTINATIONAL ENTERPRISES
— *José Brandão de Brito, Felipa de Mello Sampayo*

- 3/03** OPTIMAL FISCAL AND MONETARY POLICY: EQUIVALENCE RESULTS
— *Isabel Correia, Juan Pablo Nicolini, Pedro Teles*
- 4/03** FORECASTING EURO AREA AGGREGATES WITH BAYESIAN VAR AND VECM MODELS
— *Ricardo Mourinho Félix, Luís C. Nunes*
- 5/03** CONTAGIOUS CURRENCY CRISES: A SPATIAL PROBIT APPROACH
— *Álvaro Novo*
- 6/03** THE DISTRIBUTION OF LIQUIDITY IN A MONETARY UNION WITH DIFFERENT PORTFOLIO RIGIDITIES
— *Nuno Alves*
- 7/03** COINCIDENT AND LEADING INDICATORS FOR THE EURO AREA: A FREQUENCY BAND APPROACH
— *António Rua, Luís C. Nunes*
- 8/03** WHY DO FIRMS USE FIXED-TERM CONTRACTS?
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 9/03** NONLINEARITIES OVER THE BUSINESS CYCLE: AN APPLICATION OF THE SMOOTH TRANSITION AUTOREGRESSIVE MODEL TO CHARACTERIZE GDP DYNAMICS FOR THE EURO-AREA AND PORTUGAL
— *Francisco Craveiro Dias*
- 10/03** WAGES AND THE RISK OF DISPLACEMENT
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*
- 11/03** SIX WAYS TO LEAVE UNEMPLOYMENT
— *Pedro Portugal, John T. Addison*
- 12/03** EMPLOYMENT DYNAMICS AND THE STRUCTURE OF LABOR ADJUSTMENT COSTS
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 13/03** THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISM: IS IT RELEVANT FOR POLICY?
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 14/03** THE IMPACT OF INTEREST-RATE SUBSIDIES ON LONG-TERM HOUSEHOLD DEBT: EVIDENCE FROM A LARGE PROGRAM
— *Nuno C. Martins, Ernesto Villanueva*
- 15/03** THE CAREERS OF TOP MANAGERS AND FIRM OPENNESS: INTERNAL VERSUS EXTERNAL LABOUR MARKETS
— *Francisco Lima, Mário Centeno*
- 16/03** TRACKING GROWTH AND THE BUSINESS CYCLE: A STOCHASTIC COMMON CYCLE MODEL FOR THE EURO AREA
— *João Valle e Azevedo, Siem Jan Koopman, António Rua*
- 17/03** CORRUPTION, CREDIT MARKET IMPERFECTIONS, AND ECONOMIC DEVELOPMENT
— *António R. Antunes, Tiago V. Cavalcanti*
- 18/03** BARGAINED WAGES, WAGE DRIFT AND THE DESIGN OF THE WAGE SETTING SYSTEM
— *Ana Rute Cardoso, Pedro Portugal*

- 19/03** UNCERTAINTY AND RISK ANALYSIS OF MACROECONOMIC FORECASTS: FAN CHARTS REVISITED
— *Álvaro Novo, Maximiano Pinheiro*

2004

- 1/04** HOW DOES THE UNEMPLOYMENT INSURANCE SYSTEM SHAPE THE TIME PROFILE OF JOBLESS DURATION?
— *John T. Addison, Pedro Portugal*
- 2/04** REAL EXCHANGE RATE AND HUMAN CAPITAL IN THE EMPIRICS OF ECONOMIC GROWTH
— *Delfim Gomes Neto*
- 3/04** ON THE USE OF THE FIRST PRINCIPAL COMPONENT AS A CORE INFLATION INDICATOR
— *José Ramos Maria*
- 4/04** OIL PRICES ASSUMPTIONS IN MACROECONOMIC FORECASTS: SHOULD WE FOLLOW FUTURES MARKET EXPECTATIONS?
— *Carlos Coimbra, Paulo Soares Esteves*
- 5/04** STYLISED FEATURES OF PRICE SETTING BEHAVIOUR IN PORTUGAL: 1992-2001
— *Mónica Dias, Daniel Dias, Pedro D. Neves*
- 6/04** A FLEXIBLE VIEW ON PRICES
— *Nuno Alves*
- 7/04** ON THE FISHER-KONIECZNY INDEX OF PRICE CHANGES SYNCHRONIZATION
— *D.A. Dias, C. Robalo Marques, P.D. Neves, J.M.C. Santos Silva*
- 8/04** INFLATION PERSISTENCE: FACTS OR ARTEFACTS?
— *Carlos Robalo Marques*
- 9/04** WORKERS' FLOWS AND REAL WAGE CYCLICALITY
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*
- 10/04** MATCHING WORKERS TO JOBS IN THE FAST LANE: THE OPERATION OF FIXED-TERM CONTRACTS
— *José Varejão, Pedro Portugal*
- 11/04** THE LOCATIONAL DETERMINANTS OF THE U.S. MULTINATIONALS ACTIVITIES
— *José Brandão de Brito, Felipa Mello Sampayo*
- 12/04** KEY ELASTICITIES IN JOB SEARCH THEORY: INTERNATIONAL EVIDENCE
— *John T. Addison, Mário Centeno, Pedro Portugal*
- 13/04** RESERVATION WAGES, SEARCH DURATION AND ACCEPTED WAGES IN EUROPE
— *John T. Addison, Mário Centeno, Pedro Portugal*
- 14/04** THE MONETARY TRANSMISSION IN THE US AND THE EURO AREA: COMMON FEATURES AND COMMON FRICTIONS
— *Nuno Alves*
- 15/04** NOMINAL WAGE INERTIA IN GENERAL EQUILIBRIUM MODELS
— *Nuno Alves*

- 16/04** MONETARY POLICY IN A CURRENCY UNION WITH NATIONAL PRICE ASYMMETRIES
— *Sandra Gomes*
- 17/04** NEOCLASSICAL INVESTMENT WITH MORAL HAZARD
— *João Ejarque*
- 18/04** MONETARY POLICY WITH STATE CONTINGENT INTEREST RATES
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 19/04** MONETARY POLICY WITH SINGLE INSTRUMENT FEEDBACK RULES
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 20/04** ACCOUNTING FOR THE HIDDEN ECONOMY: BARRIERS TO LAGALITY AND LEGAL FAILURES
— *António R. Antunes, Tiago V. Cavalcanti*

2005

- 1/05** SEAM: A SMALL-SCALE EURO AREA MODEL WITH FORWARD-LOOKING ELEMENTS
— *José Brandão de Brito, Rita Duarte*
- 2/05** FORECASTING INFLATION THROUGH A BOTTOM-UP APPROACH: THE PORTUGUESE CASE
— *Cláudia Duarte, António Rua*
- 3/05** USING MEAN REVERSION AS A MEASURE OF PERSISTENCE
— *Daniel Dias, Carlos Robalo Marques*
- 4/05** HOUSEHOLD WEALTH IN PORTUGAL: 1980-2004
— *Fátima Cardoso, Vanda Geraledes da Cunha*
- 5/05** ANALYSIS OF DELINQUENT FIRMS USING MULTI-STATE TRANSITIONS
— *António Antunes*
- 6/05** PRICE SETTING IN THE AREA: SOME STYLIZED FACTS FROM INDIVIDUAL CONSUMER PRICE DATA
— *Emmanuel Dhyne, Luis J. Álvarez, Hervé Le Bihan, Giovanni Veronese, Daniel Dias, Johannes Hoffmann, Nicole Jonker, Patrick Lünemann, Fabio Rumler, Jouko Vilmunen*
- 7/05** INTERMEDIATION COSTS, INVESTOR PROTECTION AND ECONOMIC DEVELOPMENT
— *António Antunes, Tiago Cavalcanti, Anne Villamil*
- 8/05** TIME OR STATE DEPENDENT PRICE SETTING RULES? EVIDENCE FROM PORTUGUESE MICRO DATA
— *Daniel Dias, Carlos Robalo Marques, João Santos Silva*
- 9/05** BUSINESS CYCLE AT A SECTORAL LEVEL: THE PORTUGUESE CASE
— *Hugo Reis*
- 10/05** THE PRICING BEHAVIOUR OF FIRMS IN THE EURO AREA: NEW SURVEY EVIDENCE
— *S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl, A. Stokman*
- 11/05** CONSUMPTION TAXES AND REDISTRIBUTION
— *Isabel Correia*

- 12/05** UNIQUE EQUILIBRIUM WITH SINGLE MONETARY INSTRUMENT RULES
— *Bernardino Adão, Isabel Correia, Pedro Teles*
- 13/05** A MACROECONOMIC STRUCTURAL MODEL FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— *Ricardo Mourinho Félix*
- 14/05** THE EFFECTS OF A GOVERNMENT EXPENDITURES SHOCK
— *Bernardino Adão, José Brandão de Brito*
- 15/05** MARKET INTEGRATION IN THE GOLDEN PERIPHERY THE LISBON/LONDON EXCHANGE, 1854-1891
— *Rui Pedro Esteves, Jaime Reis, Fabiano Ferramosca*

2006

- 1/06** THE EFFECTS OF A TECHNOLOGY SHOCK IN THE EURO AREA^a
— *Nuno Alves, José Brandão de Brito, Sandra Gomes, João Sousa*
- 2/02** THE TRANSMISSION OF MONETARY AND TECHNOLOGY SHOCKS IN THE EURO AREA
— *Nuno Alves, José Brandão de Brito, Sandra Gomes, João Sousa*
- 3/06** MEASURING THE IMPORTANCE OF THE UNIFORM NONSYNCHRONIZATION HYPOTHESIS
— *Daniel Dias, Carlos Robalo Marques, João Santos Silva*
- 4/06** THE PRICE SETTING BEHAVIOUR OF PORTUGUESE FIRMS EVIDENCE FROM SURVEY DATA
— *Fernando Martins*
- 5/06** STICKY PRICES IN THE EURO AREA: A SUMMARY OF NEW MICRO EVIDENCE
— *L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen and J. Vilmunen*
- 6/06** NOMINAL DEBT AS A BURDEN ON MONETARY POLICY
— *Javier Díaz-Giménez, Giorgia Giovannetti, Ramon Marimon, Pedro Teles*
- 7/06** A DISAGGREGATED FRAMEWORK FOR THE ANALYSIS OF STRUCTURAL DEVELOPMENTS IN PUBLIC FINANCES
— *Jana Kremer, Cláudia Rodrigues Braz, Teunis Brosens, Geert Langenus, Sandro Momigliano, Mikko Spolander*
- 8/06** IDENTIFYING ASSET PRICE BOOMS AND BUSTS WITH QUANTILE REGRESSIONS
— *José A. F. Machado, João Sousa*
- 9/06** EXCESS BURDEN AND THE COST OF INEFFICIENCY IN PUBLIC SERVICES PROVISION
— *António Afonso, Vítor Gaspar*
- 10/06** MARKET POWER, DISMISSAL THREAT AND RENT SHARING: THE ROLE OF INSIDER AND OUTSIDER FORCES IN WAGE BARGAINING
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*
- 11/06** MEASURING EXPORT COMPETITIVENESS: REVISITING THE EFFECTIVE EXCHANGE RATE WEIGHTS FOR THE EURO AREA COUNTRIES
— *Paulo Soares Esteves, Carolina Reis*

- 12/06** THE IMPACT OF UNEMPLOYMENT INSURANCE GENEROSITY
ON MATCH QUALITY DISTRIBUTION
— *Mário Centeno, Alvaro A. Novo*
- 13/06** U.S. UNEMPLOYMENT DURATION: HAS LONG BECOME LONGER OR SHORT BECOME
SHORTER?
— *José A.F. Machado, Pedro Portugal e Juliana Guimarães*
- 14/06** EARNINGS LOSSES OF DISPLACED WORKERS: EVIDENCE FROM A MATCHED
EMPLOYER-EMPLOYEE DATA SET
— *Anabela Carneiro, Pedro Portugal*
- 15/06** COMPUTING GENERAL EQUILIBRIUM MODELS WITH OCCUPATIONAL CHOICE AND
FINANCIAL FRICTIONS
— *António Antunes, Tiago Cavalcanti, Anne Villamil*
- 16/06** ON THE RELEVANCE OF EXCHANGE RATE REGIMES FOR STABILIZATION POLICY
— *Bernardino Adao, Isabel Correia, Pedro Teles*